

Boletín de renta fija global de MSIM

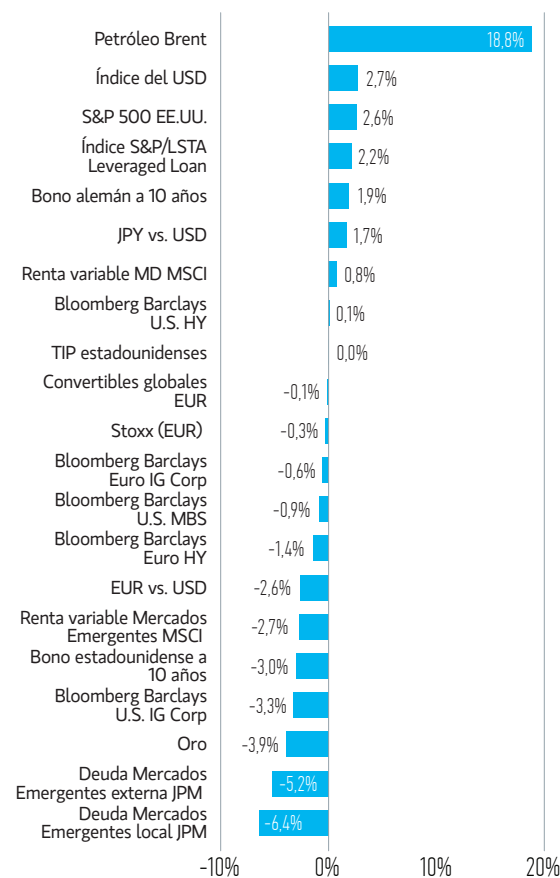
# Las tendencias macroeconómicas que importan

**FIXED INCOME** | GLOBAL FIXED INCOME TEAM | MACRO INSIGHT | JULIO DE 2018

Las principales tendencias en la rentabilidad de los activos desde comienzos de año han sido las siguientes: debilidad de los activos de riesgo, rentabilidad relativa positiva de los activos estadounidenses y del USD, debilidad de los mercados emergentes y encarecimiento del petróleo. La mayoría de ellas han respondido a alguna de estas tendencias macroeconómicas: (a) decepción por la ralentización de determinados segmentos de la economía y temor por un posible estallido de una guerra comercial; (b) divergencia de las políticas económicas y monetarias de Estados Unidos y el resto del mundo; y (c) aumento de los riesgos en los mercados emergentes. Consideramos que comprender estas tendencias será fundamental para entender la evolución de los precios de los activos en lo que queda de año.

### GRÁFICO 1

#### Rendimiento de los activos desde comienzos de año



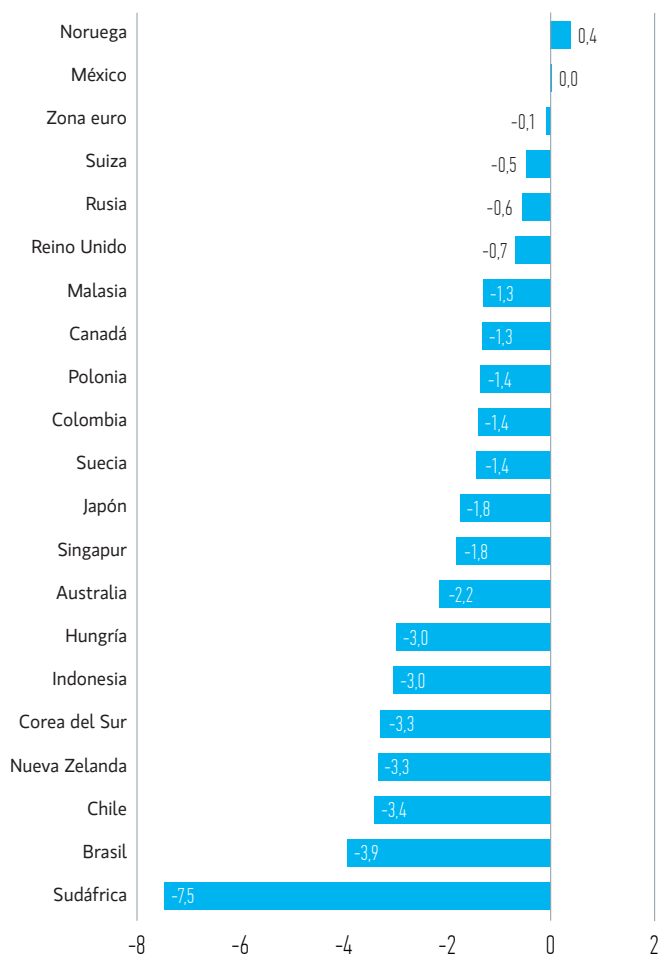
Nota: rentabilidad en USD. Fuente: Thomson Reuters Datastream. Datos a 30 de junio de 2018. Los índices se facilitan con fines meramente ilustrativos y no es su objetivo describir el rendimiento de una inversión concreta. **La rentabilidad pasada no garantiza resultados futuros.** Véanse las páginas 12 y 13 para consultar las definiciones de los índices.

Los puntos de vista y las opiniones que se expresan corresponden a los del equipo de gestión de carteras a junio de 2018 y pueden cambiar en función de las condiciones del mercado, económicas y de otro tipo. **La rentabilidad pasada no es indicativa de resultados futuros.**

## GRÁFICO 2

## Variaciones mensuales de divisas frente al USD

(+ = apreciación)



Fuente: Bloomberg. Datos a 30 de junio de 2018. Nota: Una variación positiva indica la apreciación de la moneda con respecto al USD.

## GRÁFICO 3

## Variaciones mensuales considerables de las rentabilidades y los diferenciales a 10 años

PAÍS	NIVEL DE RENTABILIDAD DE 10 AÑOS (%)	VARIACIÓN MENSUAL (PB)	DIFERENCIAL DE 10 AÑOS (PB)	VARIACIÓN MENSUAL (PB)
(Diferencial frente a bonos del Tesoro estadounidense)				
EE.UU.	2,86	0		
Reino Unido	1,28	+5	-158	+5
Alemania	0,30	-4	-256	-4
Japón	0,04	0	-282	-1
Australia	2,63	-4	-23	-4
Canadá	2,17	-8	-69	-8
Nueva Zelanda	2,72	0	-14	0
EUROPA (Diferencial frente a Bunds)				
Francia	0,67	0	36	+4
Grecia	3,96	-63	366	-59
Italia	2,68	-11	238	-7
Portugal	1,79	-19	149	-16
España	1,32	-18	102	-14
MERCADOS EMERGENTES	RENTABILIDAD (ÍNDICE LOCAL (%))	VARIACIÓN EN EL MES (PB)	DIFERENCIAL DEL USD (PB)	VARIACIÓN EN EL MES (PB)
Diferenciales externos de Mercados Emergentes			387	+22
Rentabilidades locales de Mercados Emergentes	6,64	+15		
Diferenciales de deuda corporativa de Mercados Emergentes			302	+18
Brasil	9,84	+34	326	+27
Colombia	6,41	+6	197	-8
Hungría	2,64	+60	145	+7
Indonesia	8,03	+73	218	+18
Malasia	4,23	+1	166	+22
México	7,65	-16	281	-7
Perú	5,65	-7	166	-2
Filipinas	5,92	+44	132	+9
Polonia	2,60	+1	76	-7
Rusia	7,49	+36	217	-4
Sudáfrica	9,39	+21	312	+35
Turquía	17,00	+216	415	+25
Venezuela	-	-	5011	+446
CRÉDITO			DIFERENCIAL (PB)	VARIACIÓN EN EL MES (PB)
Grado de inversión EE.UU.			123	+8
Grado de inversión Europa			122	+4
Alta rentabilidad EE.UU.			363	+1
Alta rentabilidad Europa			391	+24
TITULIZACIONES				
MBS de agencia			79	+1
CMBS BBB EE.UU.			293	-8

Positive Neutral Negative

Fuente: Bloomberg, JP Morgan. Datos a 30 de junio de 2018.

Los puntos de vista y las opiniones que se expresan corresponden a los del equipo de gestión de carteras a junio de 2018 y pueden cambiar en función de las condiciones del mercado, económicas y de otro tipo. La rentabilidad pasada no es indicativa de resultados futuros.

# Perspectiva para la renta fija

La ralentización de los datos de crecimiento se ha concentrado en el sector manufacturero. Buena parte de esta ralentización se ha manifestado en los índices de directores de compras (PMIs) del sector manufacturero y en la mayoría de los países se ha producido desde los altos niveles alcanzados a comienzos de 2018. Los datos para el conjunto de las economías han mostrado, en general, una mayor fortaleza y las previsiones del consenso en cuanto al producto interior bruto (PIB) siguen revisándose al alza. La mayoría de los especialistas en previsiones económicas apuntan a un crecimiento en 2018 y 2019 en línea o por encima de la tendencia actual, situación en la cual se encuentran en este momento los PMI. Sin embargo, los mercados mantienen sus dudas acerca de la sostenibilidad de dicho crecimiento. A pesar de los signos de estabilización en los PMI fuera de Estados Unidos, a los mercados les preocupa que la economía global haya pasado un punto de inflexión y sea improbable que se vuelvan a registrar los buenos resultados de 2017. El conflicto comercial, el populismo político, el endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos y el final del programa de expansión monetaria (QE) han pesado sobre la confianza de las empresas y los inversores. Dicho esto, aunque la imposición de aranceles punitivos y gravosos para el crecimiento sigue representando un riesgo, los últimos datos de actividad han comenzado a sorprender positivamente. Nuestra hipótesis de referencia sigue siendo que la economía global continuará mostrando resiliencia y que los riesgos bajistas continuarán siendo limitados, lo cual previsiblemente resultará positivo para la recuperación de los mercados de crédito y emergentes.

Sin embargo, también sabemos que un crecimiento demasiado robusto puede provocar problemas y el más importante en este momento son las tensiones que está ocasionando el crecimiento económico relativo positivo de Estados Unidos, principalmente en las economías emergentes. Ha sido el peor comienzo de año para las divisas de los mercados emergentes de los últimos 30 y la preocupación es por que el debilitamiento de las divisas, unas políticas desacertadas, el alza de los tipos en Estados Unidos y una guerra de aranceles se traduzcan en un riesgo sistémico generalizado. Aunque la entrada de capitales en los mercados emergentes sigue siendo positiva en el conjunto del año, en junio se produjeron grandes salidas lideradas por los inversores minoristas. Preocupan especialmente las evidencias de ralentización en la economía china, debido a su tamaño y su importancia para la economía global. Nuestra valoración actual sigue siendo que los fundamentales de las economías emergentes se encuentran en una

situación considerablemente mejor que en 2013 (y 2015, cuando el sector industrial a nivel global se ralentizó significativamente), por lo que el impacto que podría tener una subida de tipos en Estados Unidos es, en este momento, menor. También nos animan las respuestas proactivas en materia de políticas aplicadas que estamos viendo en numerosas economías emergentes (subidas de tipos en Indonesia y México), provocadas por la presión de los mercados. No obstante, que se intensifique el conflicto arancelario y una desordenada ralentización de China siguen siendo riesgos clave para nuestra perspectiva, la cual, por lo demás, es positiva.

La evolución lateral de los mercados de deuda pública de países desarrollados enmascara importantes novedades de junio en cuanto a política monetaria. El Banco Central Europeo (BCE) confirmó el final del programa QE en 2018, pero también se comprometió a no elevar los tipos antes de septiembre de 2019, un final más moderado de lo previsto. Por su parte, el Federal Open Market Committee (FOMC) elevó los tipos según lo esperado, pero comunicó una postura ligeramente más restrictiva. Mientras que la moderación a la hora de subir tipos de la Reserva Federal ha implicado que las rentabilidades de los bonos del Tesoro estadounidense a más largo plazo hayan subido lentamente, la divergencia a la que tienden las políticas de Estados Unidos y las de otras economías se ha incrementado, impulsando el fortalecimiento del USD.

Los mercados de crédito (concretamente, el europeo) siguieron atravesando una mala época, incluso a pesar de la mayor tranquilidad en los mercados de deuda pública europea. Los riesgos políticos en Italia no se han disipado, por lo que parece probable que persista la volatilidad, aun así parece que el gobierno de dicho país ha dejado a un lado sus comentarios más extremos sobre expansión fiscal y contrarios a la Unión Europea (UE). Por su parte, las fusiones y las adquisiciones (M&A) pesaron sobre los mercados de crédito al generar más oferta e incrementar el apalancamiento, pero, dado que el riesgo de que se produzca una recesión sigue siendo remoto y que las valoraciones son atractivas, mantenemos nuestro optimismo, en especial, en el sector financiero.

Es posible que los mercados emergentes se vean sometidos a presiones derivadas de las inquietudes por el posible estallido de guerras comerciales y riesgos idiosincráticos. Sin embargo, la sólida respuesta en aplicación de políticas por parte de numerosos países y el descenso de las valoraciones están haciendo que numerosos mercados parezcan atractivos.

Los puntos de vista y las opiniones que se expresan corresponden a los del equipo de gestión de carteras a junio de 2018 y pueden cambiar en función de las condiciones del mercado, económicas y de otro tipo. **La rentabilidad pasada no es indicativa de resultados futuros.**

## ANÁLISIS MENSUAL

## PERSPECTIVA

## Tipos y divisas de mercados desarrollados

Aunque en mayo todos los activos de riesgo registraron ventas masivas sistémicas, en junio los mercados comenzaron a revisar los riesgos idiosincráticos. Los temores a que los riesgos se contagiaran a la periferia europea comenzaron a disminuir y los diferenciales de España y Portugal se estrecharon prácticamente en 20 puntos básicos. La rentabilidad del bono del Tesoro estadounidense a 10 años cerró el mes plana; los rendimientos cedieron en la segunda mitad del mes al repuntar el revuelo de una posible guerra comercial. La curva del diferencial entre el bono del Tesoro estadounidense a 2 años y su equivalente a 10 años se aplanó en 10 puntos básicos.<sup>1</sup>

Dada la mejora de la inflación y los datos económicos, la previsión del mercado y la expectativa propia de la Reserva Federal sobre subidas de tipos en 2018 han aumentado. En cuanto a la rentabilidad del bono del Tesoro estadounidense a 10 años, seguimos pensando que el 3% es una estimación acertada de su "valor razonable" actual. Nos hemos mostrado relativamente neutrales en torno al USD y estamos en modo de espera, centrándonos en pares de divisas neutrales en cuanto a la moneda estadounidense. Consideramos que la volatilidad en Italia continuará y repuntará en otoño, cuando probablemente los planes expansivos del gobierno conlleven nuevos choques entre las instituciones italianas y la UE.

## Tipos y divisas de mercados emergentes

Los activos de mercados emergentes atravesaron un segundo trimestre complicado, pues los riesgos de cola en cuanto a guerras comerciales son cada vez más prominentes, todo ello en pleno fortalecimiento del USD y una Reserva Federal ligeramente más restrictiva. La volatilidad idiosincrática de los mercados emergentes ha aumentado, en especial, en Brasil, Argentina y Turquía. La marcada depreciación del Renminbi el pasado junio también pesó sobre la percepción del mercado. Los inversores (principalmente, minoristas) retiraron activos de estrategias en monedas fuertes (-500 millones de USD), mientras que los activos de estrategias en moneda local apenas variaron durante el mes.<sup>2</sup> En Argentina, el gobierno y el Fondo Monetario Internacional (FMI) alcanzaron un acuerdo de crédito de contingencia por valor de 50.000 millones de USD, con una duración de 36 meses; y otros 5.600 millones de USD de multilaterales, todo ello por encima de las expectativas del mercado.<sup>3</sup> Turquía elevó su tipo de referencia en otros 125 puntos básicos, hasta el 17,75%, lo cual contrasta con la ausencia de cambios que auguraba el mercado (las estimaciones más elevadas de los analistas apuntaban a 100 puntos básicos).<sup>4</sup> Sorprendentemente, los activos mexicanos evolucionaron adecuadamente, teniendo en cuenta la situación externa y las elecciones presidenciales.

Probablemente numerosas de las medidas comerciales se hagan efectivas antes de que las negociaciones avancen. Como resultado, es de esperar un efecto negativo, o insignificante, en el PIB y en los flujos comerciales de determinados países, además de un deterioro generalizado de la confianza de las empresas y los consumidores, lo cual sí tiene mayor importancia. Cabe destacar que la respuesta de los mercados emergentes al implantar políticas ha sido más proactiva últimamente; numerosas economías consideradas vulnerables han reaccionado enérgicamente a las turbulencias de los mercados. Asimismo, las ventas masivas durante el segundo trimestre de 2018 parecen exageradas para países cuyos fundamentales mejoran (como Sudáfrica e Indonesia), por lo que ofrecen puntos de entrada atractivos en caso de que se rebajen las tensiones comerciales.

<sup>1</sup> Fuente: Bloomberg. Datos a 30 de junio de 2018.<sup>3</sup> Fuente: FMI. Datos a 30 de junio de 2018.<sup>2</sup> Fuente: JP Morgan. Datos a 30 de junio de 2018.<sup>4</sup> Fuente: Bloomberg. Datos a 30 de junio de 2018.

Los puntos de vista y las opiniones que se expresan corresponden a los del equipo de gestión de carteras a junio de 2018 y pueden cambiar en función de las condiciones del mercado, económicas y de otro tipo. **La rentabilidad pasada no es indicativa de resultados futuros.**

## ANÁLISIS MENSUAL

## PERSPECTIVA

**Crédito**

Los diferenciales de crédito estadounidense y europeo alcanzaron nuevos máximos desde comienzos de año en junio, pues ambos mercados cerraron el mes con una actitud más relajada. La oferta siguió siendo elevada en junio, tal y como lleva sucediendo todo el año. Dicha evolución se debe principalmente a las grandes operaciones de Walmart y Bayer: ambas financiaron fusiones y adquisiciones llevadas a cabo recientemente. La disrupción por parte de Amazon de los modelos de negocio tradicionales prosiguió en junio con su adquisición de la farmacia online PillPack por 1.000 millones de USD. Los diferenciales de las cadenas de farmacias físicas más tradicionales como CVS y Walgreens evolucionaron al alza tras la noticia, si bien llevará tiempo comprender plenamente cómo la presencia de Amazon trastocará estos consolidados modelos de negocio.

Ahora, a mediados de año, podemos afirmar que los mercados de crédito no han evolucionado como se preveía en lo que llevamos de 2018. Sin embargo, los diferenciales se encuentran en niveles muy atractivos para un entorno no recesivo (nuestra hipótesis de referencia). Seguimos decantándonos marcadamente por el sector financiero dada la solidez de sus fundamentales y la robusta supervisión regulatoria. Continuamos cautos en numerosos segmentos de los mercados no financieros ante el debilitamiento de los fundamentales, el aumento de la oferta y la generalización del riesgo tecnológico y de disrupción.

**Activos titulizados**

Las titulizaciones sensibles a la evolución de los tipos apenas registraron variaciones durante el mes, mientras que los activos titulizados sensibles al crédito siguieron, en general, brindando rentabilidades positivas, impulsados principalmente por las rentas. Los precios de la vivienda siguieron subiendo y cada vez son menos asequibles, precisamente por dicha subida y por el aumento de los tipos hipotecarios. Los diferenciales de los bonos de titulización hipotecaria comercial se ampliaron unos 5-10 puntos básicos en junio; pese a ello dichos activos, que han registrado rentabilidades relativas negativas significativas en los dos últimos años, han rendido significativamente mejor desde comienzos de 2018.

Es de esperar que el encarecimiento de la vivienda resulte positivo para los préstamos antiguos, aunque podría ser problemático para los préstamos suscritos recientemente. Todavía percibimos valor atractivo en los bonos de titulización hipotecaria sobre inmuebles residenciales no de agencia; sin embargo, empezamos a mostrarnos más cautos ante el estrechamiento de los diferenciales en los últimos años. Seguimos siendo muy prudentes en torno a las titulizaciones hipotecarias comerciales garantizadas por inmuebles minoristas, pero seguimos siendo optimistas en aquellos respaldados por inmuebles residenciales, edificios de oficinas, inmuebles industriales y centros de distribución. En el ámbito de titulizaciones hipotecarias europeas, percibimos que la reciente ampliación de los diferenciales puede ofrecer una oportunidad de inversión. Mantenemos el pesimismo en torno a Italia, pero pensamos que España, Portugal, Países Bajos, Alemania y Reino Unido siguen ofreciendo oportunidades atractivas en cuanto a bonos de titulización hipotecaria.



## Consideraciones Sobre Riesgos

Los **títulos de renta fija** están sujetos a la capacidad del emisor de realizar puntualmente los pagos del capital principal y los intereses (riesgo de crédito), a las variaciones de los tipos de interés (riesgo de tipos de interés), a la solvencia del emisor y a la liquidez del mercado en general (riesgo de mercado). En el entorno actual de subidas de los tipos de interés, los precios de los bonos pueden caer y dar lugar a periodos de volatilidad y a aumentos de los reembolsos en las carteras. Los **títulos más a largo plazo** pueden ser más sensibles a las variaciones de los tipos de interés. En un entorno de caídas de los tipos de interés, la cartera puede generar menos ingresos. Ciertos **títulos de deuda pública estadounidense** suscritos por la estrategia, tales como los emitidos por Fannie Mae y Freddie Mac, carecen de la garantía del prestigio y la solvencia de Estados Unidos. Es posible que estos emisores carezcan de los fondos necesarios para atender sus obligaciones de pago en el futuro. Los préstamos de bancos públicos están sujetos al riesgo de liquidez y al riesgo de crédito de los títulos con calificaciones inferiores. Los **títulos de alta rentabilidad (bonos basura)** son valores con calificaciones más bajas que pueden entrañar un mayor riesgo de crédito y de liquidez. Los **títulos de deuda soberana** están sujetos al riesgo de impago. Los **bonos de titulización hipotecaria y los bonos de titulización de activos** son sensibles al riesgo de amortización anticipada y a un mayor riesgo de impago y podrían ser difíciles de valorar y de vender (**riesgo de liquidez**). Asimismo, están sujetos a riesgos de crédito, de mercado y de tipos de interés. El **mercado de divisas** es altamente volátil. Influyen en los precios de estos mercados, entre otros factores, los cambios en la oferta y la demanda de una divisa en particular, las condiciones comerciales, los programas y las políticas fiscales, monetarios y de control de los mercados de divisas nacionales o extranjeros y las variaciones de los tipos de interés nacionales y extranjeros. Las inversiones en **mercados extranjeros** comportan riesgos específicos como, por ejemplo, de divisa, políticos, económicos y de mercado. Invertir en países de **mercados emergentes** comporta riesgos mayores que los relacionados generalmente con inversiones en el extranjero. Los **instrumentos derivados** pueden incrementar las pérdidas de forma desproporcionada y tener un impacto significativo en la rentabilidad. También pueden estar sujetos a riesgos de contraparte, liquidez, valoración, correlación y de mercado. Los **títulos restringidos e ilíquidos** pueden ser más difíciles de vender y de valorar que los títulos que cotizan en mercados organizados (riesgo de liquidez). Debido a la posibilidad de que las amortizaciones anticipadas alteren los flujos de caja sobre las **obligaciones hipotecarias garantizadas**, no es posible establecer con antelación su fecha de vencimiento final o su vida media. Además, si la garantía de la obligación hipotecaria garantizada o las garantías de terceros fueran insuficientes para realizar pagos, la cartera podría incurrir en pérdidas.

## DEFINICIONES DE ÍNDICES

Los índices que se muestran en este informe no pretenden describir el rendimiento de una inversión concreta y no incluyen gastos, comisiones o gastos de suscripción, que reducirían la rentabilidad. Los índices que se muestran no están gestionados y no deben considerarse una inversión. No es posible invertir directamente en un índice.

El **índice de asequibilidad de viviendas de la National Association of Realtors** compara la mediana de ingresos con el coste de la vivienda mediana.

El **índice de directores de compras** es un indicador de la salud económica del sector manufacturero.

El **índice de precios de consumo (IPC)** es una medida que examina la media ponderada de los precios de una cesta de bienes y servicios de consumo, como transporte, alimentos y atención sanitaria.

El **índice JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global (EMBI Global)** sigue la rentabilidad total de instrumentos de deuda externa negociados en los mercados emergentes y es una versión ampliada del EMBI+. Al igual que el EMBI+, el EMBI Global incluye bonos Brady, préstamos y eurobonos denominados en USD con un valor nominal en circulación de al menos 500 millones de USD.

El **índice JP Morgan CEMBI Broad Diversified** es un índice de referencia de bonos corporativos líquidos de mercados emergentes globales que sigue la evolución de bonos corporativos denominados en USD emitidos por entidades de mercados emergentes.

El **índice JP Morgan GBI-EM Global Diversified** es un índice de referencia global, líquido y ponderado por la capitalización de mercado de bonos corporativos de mercados emergentes denominados en USD representativos de Asia, América Latina, Europa y Oriente Medio/África.

El **índice ISM Manufacturing** se basa en encuestas a más de 300 compañías manufactureras a cargo del Institute of Supply Management. El índice ISM Manufacturing sigue el empleo, la producción, las existencias, los nuevos pedidos y las entregas de proveedores. Se confecciona asimismo un índice de difusión compuesto que sigue las condiciones del sector manufacturero nacional a partir de los datos de estas encuestas.

El índice **Bloomberg Barclays U.S. Mortgage Backed Securities (MBS)** sigue la evolución de bonos de titulización hipotecaria pass-through de agencia (hipotecas de tipo ajustable tanto de tipo fijo como híbridas) garantizadas por Ginnie Mae (GNMA), Fannie Mae (FNMA) y Freddie Mac (FHLMC). El índice se elabora agrupando conjuntos de bonos de titulización hipotecaria individuales con entrega TBA en agregados o genéricos basados en programas, cupones y años de emisión. Introducidos en 1985, los índices de tipo fijo de GNMA, FHLMC y FNMA correspondientes a títulos a 30 y 15 años se antedataron a enero de 1976, mayo de 1977 y noviembre de 1982, respectivamente. En abril de 2007, se incorporaron al índice los bonos *pass-through* de hipotecas de tipo ajustable híbridas de agencia.

El índice **Bloomberg Barclays Global Aggregate Corporate** es el componente corporativo del índice Barclays Global Aggregate, que proporciona un indicador general de los mercados globales de renta fija con grado de inversión.

El **índice Nikkei 225 (Japan Nikkei 225)** es un índice ponderado por precio de las 225 compañías niponas de primera clase más destacadas que cotizan en la bolsa de Tokio.

El **índice del dólar estadounidense (DXY)** es un índice del valor del USD con respecto a una cesta de divisas, a menudo denominada "cesta de monedas de los socios comerciales de Estados Unidos".

**Deuda pública italiana a 10 años:** índice Italy Benchmark 10-Year Datastream Government.

El **índice MSCI World (MSCI Developed Equities)** representa a compañías de gran y mediana capitalización de 23 países de mercados desarrollados.

**Deuda pública española a 10 años:** índice Spain Benchmark 10-Year Datastream Government.

El **índice ICE BofAML European Currency High-Yield Constrained (ICE BofAML Euro HY Constrained)** está diseñado para seguir la evolución de la deuda corporativa sin grado de inversión denominada en EUR y GBP emitida al público en los mercados de eurobonos, los mercados locales en GBP o los mercados locales en EUR por emisores de todo el mundo.

Los puntos de vista y las opiniones que se expresan corresponden a los del equipo de gestión de carteras a junio de 2018 y pueden cambiar en función de las condiciones del mercado, económicas y de otro tipo. **La rentabilidad pasada no es indicativa de resultados futuros.**

El índice S&P 500® (U.S. S&P 500) mide la rentabilidad del segmento de gran capitalización del mercado de renta variable estadounidense, cubriendo aproximadamente el 75% de dicho mercado. El índice incluye 500 compañías punteras de sectores líderes de la economía estadounidense.

El **índice JPMorgan Government Bond Index Emerging Markets (JPM External EM Debt)** sigue la evolución de bonos denominados en moneda local emitidos por gobiernos de mercados emergentes. El índice se posiciona como la referencia en que puede invertirse que incluye solo aquellos países a los que puede acceder la mayor parte de la base inversora internacional (se excluye a China e India desde septiembre de 2013).

**Deuda pública británica a 10 años:** índice U.K. Benchmark 10-Year Datastream Government. En el caso de los siguientes índices de deuda pública de Datastream, los índices de referencia se basan en bonos concretos. El bono escogido para cada serie es el más representativo disponible para la banda de vencimientos dada en cada punto temporal. Los índices de referencia se seleccionan de acuerdo con las convenciones aceptadas en cada mercado. Por lo general, el bono de referencia corresponde a la emisión más reciente de la banda de vencimientos dada; se tienen en cuenta también la rentabilidad, la liquidez, el volumen de la emisión y el cupón.

**Bonos alemanes a 10 años:** índice Germany Benchmark 10-Year Datastream Government; **deuda pública japonesa a 10 años:** índice Japan Benchmark 10-Year Datastream Government; y **bono del Tesoro estadounidense a 10 años:** índice U.S. Benchmark 10-Year Datastream Government.

El **índice ICE BofAML U.S. Mortgage-Backed Securities (ICE BofAML U.S. Mortgage Master)** sigue el rendimiento de los bonos *pass-through* de hipotecas residenciales denominadas en USD, a tipo fijo e híbridas, emitidos al público por agencias estadounidenses en el mercado nacional estadounidense.

El **índice S&P/LSTA U.S. Leveraged Loan 100 (S&P/LSTA Leveraged Loan)** tiene como fin reflejar el rendimiento de las mayores líneas de financiación del mercado de préstamos apalancados.

El **índice Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate (Bloomberg Barclays Euro IG Corporate)** es un índice concebido para reflejar el rendimiento del mercado de bonos corporativos con grado de inversión denominados en EUR.

El **índice Bloomberg Barclays U.S. Corporate (Bloomberg Barclays U.S. IG Corp)** es un índice de referencia general que mide el mercado de bonos corporativos con grado de inversión, de tipo fijo y sujetos a fiscalidad.

El **índice ICE BofAML United States High Yield Master II Constrained (ICE BofAML U.S. High Yield)** es un índice ponderado por el valor de mercado de todos los bonos de alta rentabilidad nacionales y yankees, entre los que se incluyen bonos con interés aplazado y títulos con pago en especie. Sus títulos tienen vencimientos de un año o más y una calificación crediticia inferior a BBB-/Baa3, pero no incurrir en incumplimiento.

**JPY vs. USD:** rentabilidad total del JPY frente al USD.

**EUR vs. USD:** rentabilidad total del EUR frente al USD.

El **índice MSCI Emerging Markets (MSCI Emerging Equities)** representa a compañías de gran y mediana capitalización de 23 países de mercados emergentes.

El **índice MSCI AC Asia ex-Japan (MSCI Asia ex-Japan)** representa a compañías de gran y mediana capitalización de dos o tres países de mercados desarrollados (excluido Japón) y ocho países de mercados emergentes de Asia.

El **índice S&P GSCI Softs (GSCI Soft Commodities)** es un subíndice de S&P GSCI que mide el rendimiento solo de las materias primas agrícolas, ponderado por la producción mundial. En 2012, el índice S&P GSCI Softs incluyó las siguientes materias primas: café, azúcar, coco y algodón.

El **índice Dow Jones Commodity Index Gold (Gold)** fue concebido para seguir la evolución del mercado del oro a través de contratos de futuros.

El **índice JPMorgan Government Bond—Emerging Markets (JPM Local EM Debt)** sigue la evolución de bonos denominados en moneda local emitidos por gobiernos de mercados emergentes. El índice se posiciona como la referencia en que puede invertirse que incluye solo aquellos países a los que puede acceder la mayor parte de la base inversora internacional (se excluye a China e India desde septiembre de 2013).

El **contrato de futuros sobre el crudo de Brent de ICE (Brent Crude Oil)** es un contrato con entrega basado en el intercambio de activos físicos con una opción de liquidación en efectivo.

El **índice S&P GSCI Copper (Copper)**, subíndice de S&P GSCI, supone para los inversores una referencia fiable y pública sobre la evolución de las inversiones en el mercado del cobre.

## DISTRIBUCIÓN

La presente comunicación se dirige exclusivamente a personas que residan en jurisdicciones donde la distribución o la disponibilidad de la información que aquí se recoge no vulneren las leyes o los reglamentos locales y solo se distribuirá entre estas personas.

**Reino Unido:** Morgan Stanley Investment Management Limited está autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera. Inscrita en Inglaterra. Número de registro: 1981121. Domicilio social: 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres E14 4QA, autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera. **Dubái:** Morgan Stanley Investment Management Limited (Representative Office, Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubái, 506501 (Emiratos Árabes Unidos). Teléfono: +97 (0)14 709 7158). **Alemania:** Morgan Stanley Investment Management Limited Niederlassung Deutschland, Junghofstrasse 13-15 60311 Fráncfort (Alemania) (Gattung: Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG). **Italia:** Morgan Stanley Investment Management Limited, Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) es una sucursal de Morgan Stanley Investment Management Limited, sociedad inscrita en el Reino Unido, autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera y con domicilio social en 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres, E14 4QA. Morgan Stanley Investment Management Limited Milan Branch (Sede Secondaria di Milano), con sede en Palazzo Serbelloni Corso Venezia, 16, 20121 Milán (Italia), se encuentra inscrita en Italia con el número de sociedad y de IVA 08829360968. **Países Bajos:** Morgan Stanley Investment Management, Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 1 1096HA (Países Bajos). Teléfono: 31 2-0462-1300. Morgan Stanley Investment Management es una sucursal de Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited está autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera en el Reino Unido. **Suiza:** Morgan Stanley & Co. International plc, London, Zurich Branch, autorizada y regulada por la Eidgenössische Finanzmarktaufsicht ("FINMA"). Inscrita en el registro mercantil de Zúrich con el número CHE-115.415.770. Domicilio social: Beethovenstrasse 33, 8002 Zúrich (Suiza). Teléfono: +41 (0) 44 588 1000. Fax: +41(0)44 588 1074.

**Japón:** En el caso de los inversores profesionales, este documento se facilita o se distribuye solo con fines informativos. En el caso de aquellas personas que no sean inversores profesionales, este documento se distribuye en relación con el negocio de Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. ("MSIMJ") con respecto a contratos de gestión discrecional de inversiones y contratos de asesoramiento de inversiones. Este documento no se concibe como una recomendación o invitación para llevar a cabo operaciones ni ofrece ningún instrumento financiero concreto. En virtud de un contrato de gestión de inversiones, con respecto a la gestión de activos de un cliente, el cliente ordena políticas de gestión básicas por adelantado y encarga a MSIMJ que tome todas las decisiones de inversión con base en el análisis del valor de los títulos, entre otros factores, y MSIMJ acepta dicho encargo. El cliente deberá delegar en MSIMJ las facultades necesarias para realizar inversiones. MSIMJ ejerce las facultades delegadas con base en las decisiones de inversión de MSIMJ y el cliente se abstendrá de emitir instrucciones concretas. Todos los beneficios y las pérdidas de inversión pertenecen a los clientes; el capital principal no está garantizado. Antes de invertir, estudie minuciosamente los objetivos de inversión y la naturaleza de los riesgos. Se aplicará una comisión de asesoramiento de inversión por contratos de asesoramiento de inversiones o contratos de gestión de inversiones, en proporción al plazo del contrato y en función de la cantidad de activos objeto del contrato multiplicada por cierto tipo (como máximo, del 2,16% anual, impuestos incluidos). En el caso de algunas estrategias, puede aplicarse una comisión de contingencia, además de la comisión que se menciona anteriormente. También pueden incurrirse en gastos indirectos, como comisiones de intermediación de valores registrados. Dado que estos gastos y comisiones varían en función del contrato y otros factores, MSIMJ no puede indicar los tipos, los límites máximos, etc. por adelantado. Todos los clientes deben leer minuciosamente los documentos que se facilitan antes de la suscripción de un contrato antes de formalizarlo. Este documento lo distribuye en Japón MSIMJ, sociedad inscrita con el número 410 (Dirección de la oficina financiera local de Kanto (sociedades de instrumentos financieros)), afiliación: The Investment Trusts Association (Japón), Japan Investment Advisers Association y Type II Financial Instruments Firms Association.

Los puntos de vista y las opiniones que se expresan corresponden a los del equipo de gestión de carteras a junio de 2018 y pueden cambiar en función de las condiciones del mercado, económicas y de otro tipo. **La rentabilidad pasada no es indicativa de resultados futuros.**

## Estados Unidos

Una cuenta gestionada por separado podría no ser adecuada para todos los inversores. Las cuentas gestionadas por separado según la estrategia incluyen diversos títulos y no reproducirán necesariamente la rentabilidad de un índice. Antes de invertir, estudie minuciosamente los objetivos de inversión, los riesgos y las comisiones de la estrategia. Se requiere un nivel mínimo de activos. Para conocer información importante sobre el gestor de inversiones, consulte la parte 2 del formulario ADV.

**Antes de invertir, estudie minuciosamente los objetivos de inversión, los riesgos, las comisiones y los gastos de los fondos. En los folletos, figura esta y otra información sobre los fondos. Para obtener un ejemplar del folleto, descárguelo en [morganstanley.com/im](http://morganstanley.com/im) o llame al 1-800-548-7786. Lea el folleto detenidamente antes de invertir.**

Morgan Stanley Distribution, Inc. actúa como distribuidor de los fondos de Morgan Stanley.

**SIN SEGURO DE LA FDIC | SIN GARANTÍA BANCARIA | POSIBLES PÉRDIDAS DE VALOR | SIN LA GARANTÍA DE NINGUNA AGENCIA DEL GOBIERNO FEDERAL | NO ES UN DEPÓSITO BANCARIO**

**Hong Kong:** El presente documento ha sido emitido por Morgan Stanley Asia Limited para utilizarse en Hong Kong y únicamente podrá facilitarse a "inversores profesionales", según se define este término en la Ordenanza de valores y futuros (*Securities and Futures Ordinance*) de Hong Kong (capítulo 571). El contenido del presente documento no ha sido revisado ni aprobado por ninguna autoridad reguladora, ni siquiera la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong. En consecuencia, salvo en casos de exención conforme a la legislación pertinente, el presente documento no podrá emitirse, facilitarse, distribuirse, dirigirse ni ofrecerse al público en Hong Kong. **Singapur:** El presente documento no debe considerarse una invitación de suscripción o adquisición, directa o indirectamente, dirigida al público o a cualquier persona concreta de este en Singapur, salvo a (i) inversores institucionales conforme al artículo 304 del capítulo 289 de la Ley de valores y futuros (*Securities and Futures Act*, "SFA") de Singapur, (ii) "personas relevantes" (incluidos inversores acreditados) de conformidad con el artículo 305 de la SFA, y de acuerdo con las condiciones especificadas en el artículo 305 de la SFA, o (iii) de otro modo de conformidad y de acuerdo con las condiciones de cualquier otra disposición aplicable de la SFA. **Australia:** Esta publicación la distribuye en Australia Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited, ACN: 122040037, AFSL n.º 314182, que acepta la responsabilidad de su contenido. Esta publicación y cualquier acceso a ella están dirigidos exclusivamente a "clientes mayoristas", según el significado que se le atribuye a este término en la Ley de sociedades (*Corporations Act*) de Australia.

## INFORMACIÓN IMPORTANTE

**EMEA:** La presente comunicación comercial la emite Morgan Stanley Investment Management Limited ("MSIM"). Autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera. Inscrita en Inglaterra con el número 1981121. Domicilio social: 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres E14 4QA.

No existen garantías de que una estrategia de inversión vaya a funcionar en todas las condiciones de mercado, por lo que cada inversor debe evaluar su capacidad para invertir a largo plazo, especialmente en periodos de retrocesos en el mercado. Antes de invertir, los inversores deben consultar minuciosamente el documento de oferta correspondiente de la estrategia o del producto. Hay diferencias importantes en la forma de ejecutar la estrategia en cada uno de los vehículos de inversión.

Una cuenta gestionada por separado podría no ser adecuada para todos los inversores.

Las cuentas gestionadas por separado según la estrategia incluyen diversos títulos y no reproducirán necesariamente la rentabilidad de un índice. Antes de invertir, estudie minuciosamente los objetivos de inversión, los riesgos y las comisiones de la estrategia.

Los puntos de vista y las opiniones pertenecen al autor o al equipo de inversión en la fecha de elaboración de este documento y podrán variar en cualquier momento debido a las condiciones del mercado o

económicas y podrían no llegar a materializarse. Además, tales puntos de vista no se actualizarán o revisarán de otro modo con el fin de recoger la información disponible, ni las circunstancias existentes, ni los cambios que se produzcan después de la fecha de publicación. Los puntos de vista expresados no reflejan los de todos los equipos de inversión de Morgan Stanley Investment Management (MSIM) ni los del conjunto de la compañía y podrían no plasmarse en todos los productos y las estrategias que esta ofrece.

Las previsiones y/o las estimaciones que se facilitan en el presente documento pueden variar y no llegar a materializarse. La información relativa a las rentabilidades de mercado previstas y a las perspectivas del mercado se basa en la investigación, el análisis y las opiniones de los autores. Estas conclusiones son de naturaleza especulativa, pueden no llegar a producirse y no pretenden predecir la rentabilidad futura de ningún producto concreto de Morgan Stanley Investment Management.

Algunos de los datos que aquí se incluyen se basan en información obtenida de terceros considerados fiables. Sin embargo, no hemos verificado dicha información, por lo que no formulamos declaración alguna con respecto a su precisión o su integridad.

La presente comunicación no es un producto del departamento de análisis de Morgan Stanley y no debe considerarse una recomendación basada en análisis. La información recogida en el presente documento no se ha elaborado de conformidad con los requisitos legales establecidos para promover la independencia del análisis de inversiones y no está sujeta a ninguna prohibición de contratación antes de la difusión del análisis de inversiones.

El presente documento es una comunicación general que no es imparcial y que se ha elaborado exclusivamente a efectos informativos y formativos y no constituye una oferta o una recomendación para comprar o vender títulos concretos ni para adoptar una estrategia de inversión concreta. Todas las inversiones entrañan riesgos, incluida la posible pérdida del capital principal. La información provista en el presente documento no se ha elaborado atendiendo a las circunstancias particulares de ningún inversor y no constituye asesoramiento de inversión ni debe interpretarse en modo alguno como asesoramiento fiscal, contable, jurídico o regulatorio. Por consiguiente, antes de tomar una decisión de inversión, los inversores deben consultar a un asesor jurídico y financiero independiente para que les informe sobre las consecuencias fiscales de dicha inversión.

La propiedad intelectual de cualquier índice mencionado en el presente documento (incluidas las marcas comerciales registradas) recae sobre el concedente de la licencia correspondiente. Los concedentes de licencia no patrocinan, respaldan, venden ni promocionan en modo alguno ningún producto basado en índices, por lo que no tendrán responsabilidad alguna a este respecto.

MSIM no ha autorizado a intermediarios financieros a utilizar o distribuir el presente documento, salvo que dichas utilización y distribución se lleven a cabo de conformidad con las leyes y los reglamentos aplicables. Además, los intermediarios financieros deberán comprobar por sí mismos que la información recogida en el presente documento es adecuada para las personas destinatarias, teniendo en cuenta sus circunstancias y sus objetivos. MSIM no será responsable del uso o el uso inapropiado del presente documento por cualesquiera tales intermediarios financieros y declina toda responsabilidad al respecto.

El presente documento podrá traducirse a otros idiomas. Cuando se haga tal traducción, la versión en inglés se considerará definitiva. En caso de discrepancias entre la versión en inglés y cualquier versión del presente documento en otro idioma, prevalecerá la versión en inglés.

No podrá reproducirse, copiarse o transmitirse la totalidad o parte del presente documento y tampoco podrá divulgarse su contenido a terceros sin el consentimiento expreso por escrito de MSIM.

Morgan Stanley Investment Management es la división de gestión de activos de Morgan Stanley.

Toda la información que figura en el presente documento es propia y cuenta con la protección de la legislación sobre los derechos de autor.

Explore our site at [www.morganstanley.com/im](http://www.morganstanley.com/im)