

La música sigue sonando

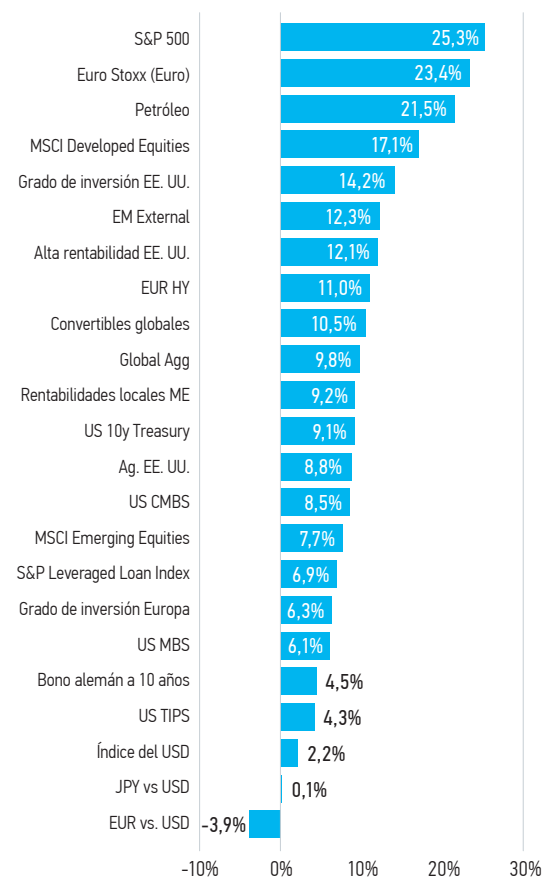
FIXED INCOME | GLOBAL FIXED INCOME TEAM | MACRO INSIGHT | DICIEMBRE 2019

La evolución del mercado de bonos en noviembre fue muy desigual. Los nuevos indicios de que el sector manufacturero parece tocar fondo impulsaron las rentabilidades de los mercados desarrollados. La deuda pública de la esfera emergente europea evolucionó negativamente sin mucha justificación, ya que no sucedió nada reseñable. Por otra parte, los mercados de crédito evolucionaron favorablemente: los diferenciales de los bonos de alta rentabilidad y con grado de inversión se contrajeron. El estrechamiento de los diferenciales de alta rentabilidad revirtió su sorprendente ampliación de octubre, lo que pareció inapropiado teniendo en cuenta la fortaleza de la renta variable y la mejora de los datos. Sin embargo, los mercados emergentes tuvieron un mes bastante malo. La fortaleza del USD y los disturbios políticos en América Latina lastraron la rentabilidad. A la deuda externa le fue mucho mejor, ya que la fortaleza del USD no fue un gran obstáculo. Este comportamiento desigual, incluso aparentemente aleatorio, refuerza nuestra tesis de que, considerando que la política monetaria de la mayoría de los países está firmemente establecida en una posición neutral, los problemas comerciales aún están en el aire y el USD aún no está dispuesto a caer, hay pocos temas/ factores a los que los inversores puedan aferrarse.

La conclusión es que los mercados financieros permanecen en un modo de espera. Nos encontramos a finales de año con unas buenas rentabilidades (sorprendentemente buenas si se observan las rentabilidades absolutas) en tipos, crédito y acciones, es probable que la toma de riesgos sea modesta y sigue habiendo mucha incertidumbre con respecto a la política comercial y la solidez de los datos económicos en los próximos meses. Mantenemos nuestro sesgo optimista, lo que significa que el crédito debería evolucionar razonablemente bien, al igual que los mercados emergentes. Pero, y es un gran pero, los riesgos idiosincrásicos siguen siendo altos, como lo demuestra el muy variado comportamiento de los sectores/calificaciones de renta fija en los últimos meses. Seguimos centrados en la selección de valores y países, haciendo hincapié en aquellas situaciones donde los fundamentales y las valoraciones son razonables.

GRÁFICO 1

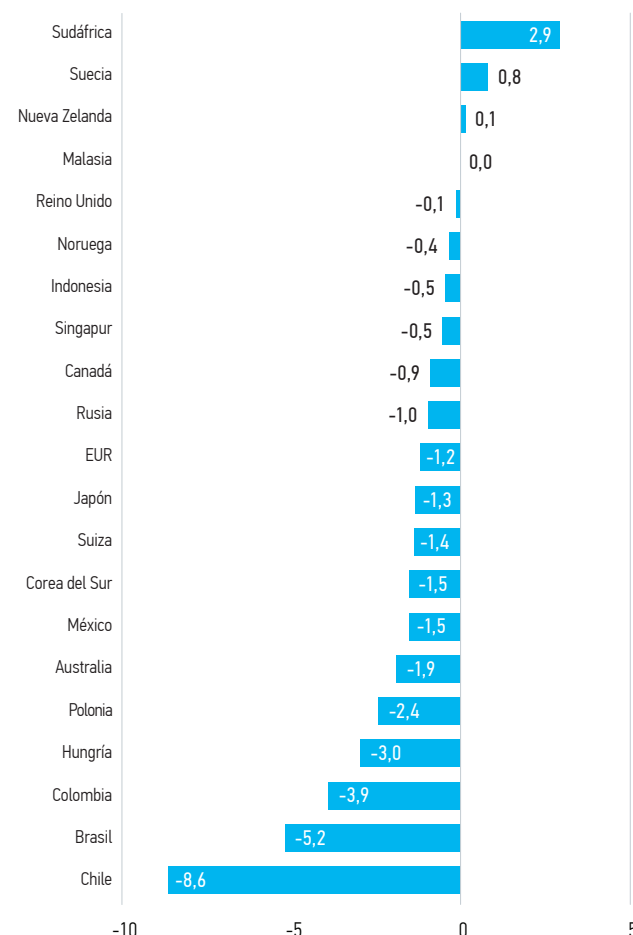
Rentabilidad de los activos desde comienzos de año



Nota: rentabilidad en USD. Fuente: Bloomberg. Datos a 29 de noviembre de 2019. 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 15, 16 y 17 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 en noviembre de 2019 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
(+ = appreciation)

Fuente: Bloomberg. Data as of November 29, 2019. Nota: una variación positiva indica apreciación de la moneda con respecto al USD.

GRÁFICO 3

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

PAÍS	NIVEL DE RENTABILIDAD DE 10 AÑOS (%)	MES VARIACIÓN (PB)	DIFERENCIAL DE 10 AÑOS (PB)	VARIACIÓN MENSUAL (PB)
(diferencial frente a bonos del Tesoro estadounidense)				
Estados Unidos	1.78	+8		
Reino Unido	0.70	+7	-108	-2
Alemania	-0.36	+5	-214	-4
Japón	-0.07	+6	-185	-2
Australia	1.03	-11	-74	-19
Canadá	1.46	+5	-31	-3
Nueva Zelanda	1.29	-2	-49	-10
EUROPA: (diferencial frente a bonos alemanes)				
Francia	-0.05	+5	31	0
Grecia	1.45	+28	181	+24
Italia	1.23	+31	159	+26
Portugal	0.40	+24	76	+19
España	0.42	+18	78	+13
ME	RENTABILIDAD ÍNDICE LOCAL (%)	VARIACIÓN DESDE COMIENZOS DE MES (PB)	DIFERENCIAL DEL USD (PB)	MTD CHANGE (BPS)
Diferenciales externos ME			307	-14
Rentabilidades locales ME				
Diferenciales de crédito ME			289	-9
Brasil	6.23	+43	239	-1
Colombia	6.11	+41	188	+6
Hungría	1.12	-2	97	-5
Indonesia	7.22	+13	163	-6
Malasia	3.39	-5	70	-2
México	7.13	+27	194	-5
Perú	4.61	+15	101	-4
Filipinas	4.30	-1	86	-5
Polonia	1.79	+2	28	-5
Rusia	6.27	-4	159	-21
Sudáfrica	9.68	+9	321	-1
Turquía	12.03	-36	445	-14
Venezuela	-	-	13151	-3255
CRÉDITO			DIFERENCIAL (PB)	MTD CHANGE (BPS)
Grado de inversión EE. UU.			105	-5
Grado de inversión Europa			103	+1
Alta rentabilidad EE. UU.			370	-22
Alta rentabilidad Europa			327	-43
ACTIVOS TITULIZADOS				
MBS de agencia			81	0
CMBS BBB EE. UU.			248	0

Positive Neutral Negative

Fuente: Bloomberg, JP Morgan. Datos a 29 de noviembre de 2019.

Los puntos de vista y las opiniones que se expresan corresponden a los del equipo de gestión de carteras en noviembre de 2019 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

Los mercados de bonos continuaron atravesando dificultades en noviembre: los mercados soberanos de más riesgo (mercados emergentes locales y esfera europea periférica) fueron los más afectados, a pesar del mayor optimismo de que los datos económicos están mejorando. La fortaleza del USD también debilitó los mercados emergentes, y la volatilidad política en varios países latinoamericanos también contribuyó, pero no parece haber una buena razón por la cual los bonos de la esfera europea periférica tuvieran un mal comportamiento, especialmente dada la reanudación de las compras del BCE. La explicación más probable es que, considerando que las rentabilidades de la renta fija han sido impresionantes durante la mayor parte de 2019, la recogida de beneficios y la continua incertidumbre sobre la situación comercial y el sector manufacturero hicieron que numerosos activos de renta fija afrontaran dificultades para mantener sus ganancias anteriores.

Hay buenas razones para esperar que la reciente falta de dirección continúe. Sí, algunos datos de fabricación sugieren que el sector podría estar tocando fondo, pero la incertidumbre persiste y es probable que la volatilidad en los temas comerciales se mantenga alta. Pocos activos de renta fija parecen particularmente baratos, lo que dificulta aún más obtener nuevas ganancias, pero tampoco parece probable que los bancos centrales se alejen rápidamente de su actual postura acomodaticia.

Considerando que las condiciones de crédito serán un impulsor en 2020, las probabilidades de recesión son bajas y están disminuyendo. La curva de rentabilidades de Estados Unidos, de la que tanto se ha hablado, apenas se menciona ahora, ya que su reinversión y pronunciamiento sugieren que una recesión ya no es inminente. Esto debería proporcionar un contexto favorable para los mercados de crédito que les ayudará a superar a la deuda pública, aunque será difícil igualar las rentabilidades de 2019. Las rentabilidades de la deuda pública soportan un riesgo mayor. Un acuerdo comercial y la mejora continua en los datos económicos deberían elevar las rentabilidades. Sin embargo, probablemente solo se producirá un aumento modesto dadas las incertidumbres restantes de los efectos retardados de los aumentos pasados de los aranceles, la política monetaria global aún expansiva y la rezagada inversión corporativa.

Este escenario positivo depende de que continúe la fortaleza en los mercados laborales, así como de la resiliencia en el ámbito no manufacturero de la economía (hay algunas pequeñas señales de debilitamiento en este frente) y el aumento de la inversión por parte de las empresas.

ANÁLISIS MENSUAL

PERSPECTIVA

Mercados desarrollados

Las rentabilidades de los bonos soberanos de los mercados desarrollados subieron ligeramente en noviembre, ya que se registraron unos datos económicos marginalmente mejores de lo esperado.

Christine Lagarde, la recién nombrada presidenta del Banco Central Europeo (BCE), describió la necesidad de un nuevo enfoque de política en su primer discurso importante. Además de resaltar la necesidad de un estímulo fiscal más activo en la zona euro, ha establecido una revisión amplia de cómo funciona el BCE. La revisión tardará meses en completarse, e incluso más tiempo para que se sienta el impacto en la política monetaria, pero creemos que los riesgos se inclinan hacia un BCE más restrictivo en el futuro dado el sesgo acomodaticio bajo el mandato de Draghi. En relación con los datos, Francia y Alemania publicaron unos índices de directores de compras (PMI) correspondientes al sector manufacturero mejores de lo esperado.¹ Sin embargo, Alemania esquivó por la mínima su primera recesión en seis años, mostrando los datos una tendencia dispar, más que positiva.

En Estados Unidos, la economía contó con el apoyo de la evolución sistemática del consumo y los prometedores indicadores manufactureros. El presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, pregonó la solidez de la economía estadounidense frente al Comité Presupuestario de la Cámara, afirmando que la considera “estelar”, y expresó que prevé que esta expansión récord continúe. También afirmó que la Reserva Federal controla firmemente el mercado de repos desde las turbulencias experimentadas hace un par de meses.²

Los bancos centrales han girado hacia un tono más acomodaticio, concretamente, en Estados Unidos y la zona euro, pero parece improbable que se adopten más medidas expansivas salvo que la perspectiva de crecimiento empeore en mayor medida. Los tres grandes riesgos que percibimos para la perspectiva son la salida del Reino Unido de la Unión Europea, las disputas comerciales entre Estados Unidos y China y que la debilidad de los sectores manufacturero y comercial pese sobre el consumo. Dado este contexto, prevemos que las rentabilidades del Tesoro estadounidense permanecerán por debajo del 2%.

Mercados emergentes

La evolución de los activos de renta fija de mercados emergentes fue heterogénea en el mes: las divisas se debilitaron con el alza de la rentabilidad de la deuda soberana, principalmente por las inquietudes comerciales y políticas. En cuanto a la deuda denominada en USD, la deuda corporativa se anotó un rendimiento relativo positivo, impulsada por el segmento de alta rentabilidad.³ La deuda nacional de mercados emergentes se vio lastrada por la debilidad de las monedas y el aumento de las rentabilidades de los bonos locales, principalmente, en América Latina. Los disturbios sociales, provocados en parte por los impactos de la desigualdad de los ingresos, se extendieron a Colombia y continuaron en Hong Kong, Chile, Irak y Líbano.⁴

Somos prudentes con respecto a la deuda de mercados emergentes a medida que nos acercamos a final de año, ya que el mercado rebaja las expectativas de que se logre un acuerdo comercial de “fase uno” entre Estados Unidos y China antes de final de año. Además, la baja liquidez estacional, así como el apetito aparentemente reducido de los inversores para sumar riesgos en esta parte final del año, respaldan aún más nuestra reservada perspectiva. Los indicadores de alta frecuencia apuntan a una estabilización frágil en el crecimiento, pero estas ganancias incipientes podrían ser transitorias.

¹ Fuente: Bloomberg Barclays, datos a 30 de noviembre de 2019.

² Fuente: Bloomberg Barclays, data as of November 30, 2019.

³ Fuente: J.P. Morgan, datos a 30 de noviembre de 2019.

⁴ Fuente: Bloomberg, datos a 30 de noviembre de 2019.

Los puntos de vista y las opiniones que se expresan corresponden a los del equipo de gestión de carteras en noviembre de 2019 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

En noviembre los diferenciales corporativos se estrecharon en Estados Unidos, si bien se ampliaron ligeramente en Europa. Los factores que propiciaron la evolución en noviembre fueron: (1) las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China, que mostraron avances hacia un acuerdo de “fase uno”; (2) la menor probabilidad de que el Reino Unido salga de la Unión Europea sin acuerdo; (3) la estabilización de los datos económicos, con un aumento notable de los PMI manufactureros de Europa y Estados Unidos, y (4) el cierre de la temporada de resultados, que arrojó beneficios corporativos correspondientes al tercer trimestre mejores que las expectativas, revisadas a la baja con anterioridad.

De cara al futuro, poco ha cambiado: si bien las condiciones financieras favorables apoyan unas tasas de impago bajas y la demanda técnica posiblemente cree un dinamismo positivo durante el final del año, las valoraciones están próximas a su promedio a largo plazo. Nuestra estrategia ha consistido en recoger beneficios de posiciones consolidadas al evolucionar los diferenciales por debajo de sus promedios a largo plazo, si bien mantenemos una posición netamente larga en riesgo a fin de mostrar un enfoque táctico de cara al final de año y los próximos meses, sensible ante variaciones en el precio y la evolución del entorno macroeconómico.

Productos titulizados

En noviembre, los diferenciales del crédito titulado permanecieron en gran medida sin cambios en el conjunto de los sectores de bonos de titulización hipotecaria de agencia y de crédito. Los bonos de titulización hipotecaria de agencia con cupón corriente no cambiaron en el mes, en 100 puntos básicos (pb) por encima de los valores del Tesoro estadounidense interpolados.⁵ El índice Bloomberg Barclays U.S. MBS rindió un 0,08% en el mes, anotándose un avance del 6,06% desde comienzos de año. La duración del índice Bloomberg Barclays U.S. MBS aumentó 0,19 años, hasta 3,05 años, en noviembre.⁶ La cartera de bonos de titulización hipotecaria de la Reserva Federal se contrajo en 22.000 millones de USD en noviembre, hasta 1,424 billones de USD; la reducción en lo que va de año asciende a 213.000 millones de USD.⁷ Las posiciones de los principales intermediarios en bonos de titulización hipotecaria de agencia siguen siendo altas, de 50.000 millones de USD, por debajo de los 70.000 millones de USD de finales de septiembre, pero todavía muy por encima del nivel histórico más habitual de entre 10.000 millones de USD y 30.000 millones de USD.⁸ La combinación de la persistente reducción de las posiciones de la Reserva Federal en bonos de titulización hipotecaria y la probable minoración de las mismas posiciones de los principales intermediarios podría suponer un importante obstáculo para el dinamismo entre oferta y demanda de bonos de titulización hipotecaria de agencia hacia finales de año.

En general, nuestra perspectiva permanece sin cambios. Nuestra perspectiva crediticia fundamental sigue siendo favorable con respecto a las condiciones de financiación residencial y al consumo tanto en Estados Unidos como en Europa. Seguimos manteniendo cierto pesimismo acerca de los bonos de titulización hipotecaria de agencia, que se encuentran sometidos a presiones por el aumento de los riesgos de amortización anticipada ante la caída de los tipos hipotecarios y también por la dinámica actual de oferta y demanda de la Reserva Federal, que sigue reduciendo sus posiciones en los citados activos, y los excesivos inventarios de los principales intermediarios. Los diferenciales de los bonos de titulización hipotecaria de agencia se han ampliado sustancialmente en los últimos meses en respuesta a estos riesgos y ahora ofrecen un valor relativo más favorable, si bien es posible que persista la presión sobre la oferta de cara a final de año.

⁵ Fuente: J.P. Morgan, data as of November 30, 2019.

⁷ Fuente: Banco de la Reserva Federal de Nueva York, datos a 30 de noviembre de 2019.

⁸ Fuente: Bloomberg, data as of November 30, 2019.

⁶ Fuente: Bloomberg, data as of November 30, 2019.

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 un entorno 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. En un entorno de caídas de los tipos de interés, la cartera puede generar menos ingresos.

Los **títulos más a largo plazo** pueden ser más sensibles a las variaciones de los tipos de interés. Ciertos **títulos de deuda pública estadounidense** comprados 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 no tengan los fondos 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

R* es el tipo de interés real a corto plazo que se daría cuando la economía se encuentra en una situación de equilibrio, es decir, el desempleo se halla en una tasa neutral y la inflación se encuentra en el nivel objetivo.

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 **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 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 **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 **Bloomberg Barclays U.S. Corporate High Yield** mide el mercado de bonos corporativos sin grado de inversión, de tipo fijo, sujetos a fiscalidad y denominados en USD. Los títulos se clasifican como alta rentabilidad si la calificación mediana de Moody's, Fitch y S&P es Ba1/BB+/BB+ o inferior. El índice excluye la deuda de mercados emergentes.

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 a tipo fijo como híbridas) garantizados 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 por determinar 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 a tipo ajustable híbridas de agencia.

El **índice de precios al 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.

Euro vs. USD— rentabilidad total del EUR frente al USD.

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 European Currency High-Yield Constrained (ICE BofAML Euro HY Constrained)** está para seguir la evolución del crédito sin grado de inversión denominado en EUR y GBP emitido al público en los mercados de eurobonos, los mercados locales en GBP o los mercados locales en EUR por emisores de todo el mundo.

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 **ICE BofAML U.S. 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.

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 un índice de difusión compuesto que sigue las condiciones del sector manufacturero nacional a partir de los datos de estas encuestas.

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

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.

Los puntos de vista y las opiniones que se expresan corresponden a los del equipo de gestión de carteras en noviembre de 2019 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 **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 perfila como la referencia que indica dónde puede invertirse e incluye solo aquellos países a los que puede acceder la mayor parte de la base inversora internacional (se excluyen China e India desde septiembre de 2013).

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

El índice **JP Morgan Emerging Markets Bond 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 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.

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

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

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

El índice **MSCI All Country World (ACWI, MSCI Global Equities)** es un índice ponderado por capitalización bursátil ajustado por las acciones en libre circulación que tiene por objeto medir la evolución de las bolsas de mercados desarrollados y emergentes. La expresión “en libre circulación” designa la proporción de las acciones en circulación que se consideran disponibles para su compra por los inversores en los mercados bursátiles. La evolución del índice se expresa en USD y supone que los dividendos netos se reinvierten.

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

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

El índice **S&P 500® (S&P 500 EE. UU.)** 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 **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 **S&P GSCI Copper (cobre)**, 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.

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.

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

El índice **Thomson Reuters Convertible Global Focus USD Hedged** es un índice ponderado por mercado con un tamaño mínimo para inclusión de 500 millones de USD (Estados Unidos), 200 millones de EUR (Europa), 22.000 millones de JPY y 275 millones de USD (otros) de bonos convertibles vinculados a títulos de renta variable.

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 deudas concretas. 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.

El **índice del USD (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”.

DISTRIBUCIÓN

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

Reino Unido: MReino 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). **Irlanda:** Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited. Domicilio social: The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2 (Irlanda). Inscrita en Irlanda con el número de sociedad 616662. Regulada por el Banco Central de Irlanda. **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 Zürich con el número CHE-115.415.770. Domicilio social: Beethovenstrasse 33, 8002 Zürich (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 una 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 un 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 los objetivos de inversión y la naturaleza de los riesgos. Se aplicará una comisión de asesoramiento de inversiones 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

Los puntos de vista y las opiniones que se expresan corresponden a los del equipo de gestión de carteras en noviembre de 2019 y pueden cambiar en función de las condiciones del mercado, económicas y de otro tipo. **La rentabilidad pasada no es indicativa de resultados futuros.**

objeto del contrato multiplicada por cierto tipo (como máximo, del 2,20% anual, impuestos incluidos). En el caso de algunas estrategias, puede aplicarse una comisión de contingencia, además de la comisión que se menciona anteriormente. También puede 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: Japan Securities Dealers Association, Investment Trusts Association, Japan, Japan Investment Advisers Association y Type II Financial Instruments Firms Association.

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, figuran esta y otra información sobre los fondos. Para obtener un ejemplar del folleto, descárguelo en 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: Este documento lo emite 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 de este documento no lo ha revisado ni aprobado 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, este documento no podrá emitirse, facilitarse, distribuirse, dirigirse ni ofrecerse al público en Hong Kong. **Singapur:** Este 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) a "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. La Autoridad Monetaria de Singapur no ha revisado esta publicación. **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: Esta comunicación 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 o las circunstancias existentes y 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 de la compañía en conjunto, y podrían no plasmarse en todos los productos y las estrategias que ofrece la compañía.

Las previsiones y/o las estimaciones que se facilitan en este documento pueden variar y no llegar a materializarse. La información relativa a rentabilidades de mercado previstas y perspectivas de mercado se basa en los estudios, los 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.

Esta 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 este 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 de análisis de inversiones.

Este documento es una comunicación general que no es imparcial y que se ha elaborado exclusivamente a efectos ilustrativos 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 recogida en este documento no se ha elaborado atendiendo a las circunstancias particulares de ningún inversor y no constituye asesoramiento de inversiones 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, entre otros aspectos, de las consecuencias fiscales de dicha inversión.

La propiedad intelectual de cualquier índice mencionado en este documento (incluidas las marcas comerciales registradas) corresponde al 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 este 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 este 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 de este documento por cualesquiera tales intermediarios financieros y declina toda responsabilidad al respecto.

Este 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 de este documento en otro idioma, prevalecerá la versión en inglés.

No podrá reproducirse, copiarse o transmitirse la totalidad o parte de este 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 este documento es propia y cuenta con la protección de la legislación sobre derechos de autor.

Explore nuestro sitio web en www.morganstanley.com/im