

Boletín de renta fija global

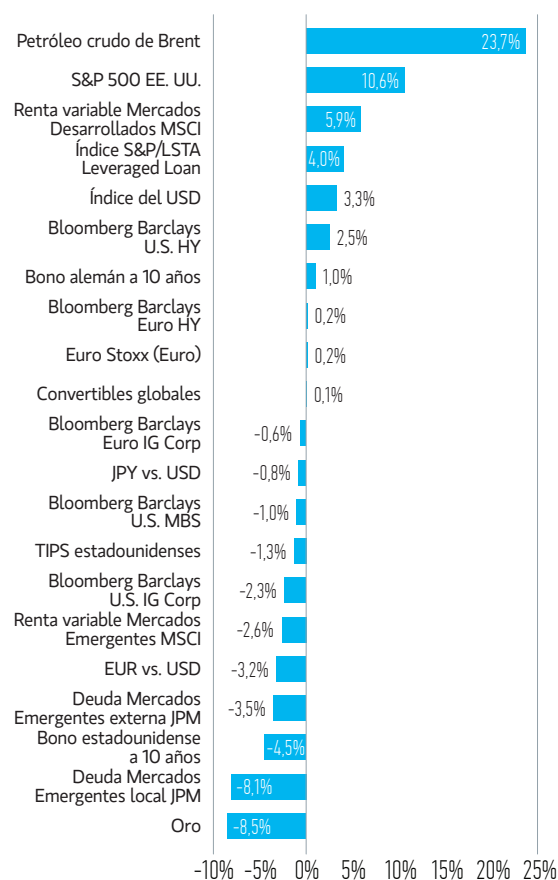
¿Demasiado bueno?

RENTA FIJA | EQUIPO GLOBAL FIXED INCOME | PERSPECTIVA MACROECONÓMICA | OCTUBRE 2018

La combinación de los sólidos datos económicos en Estados Unidos, el incremento de las expectativas de endurecimiento adicional de la Reserva Federal y las elevadas valoraciones impulsaron las rentabilidades. Afortunadamente, las presiones inflacionarias aún moderadas significan que, probablemente, la Reserva Federal continuará con su ritmo lento y constante de subidas de los tipos de interés, lo que no pondrá en peligro el sólido crecimiento económico estadounidense. Por otra parte, el ritmo de este ajuste está demostrando ser más problemático para el resto del mundo, en particular, para los mercados emergentes. En la actualidad, creemos que los sólidos datos de crecimiento, que probablemente sigan siendo buenos para la economía global además de para Estados Unidos, no representan una amenaza para los activos de riesgo, aunque la discriminación entre los mercados emergentes sigue siendo clave. Si bien podría argumentarse que el crecimiento de Estados Unidos ha dejado de ser bueno para la economía global, empacharnos de algo bueno también puede ser maravilloso en ocasiones. ¡Ya veremos!

GRÁFICO 1

Rendimiento de los activos desde comienzos de año



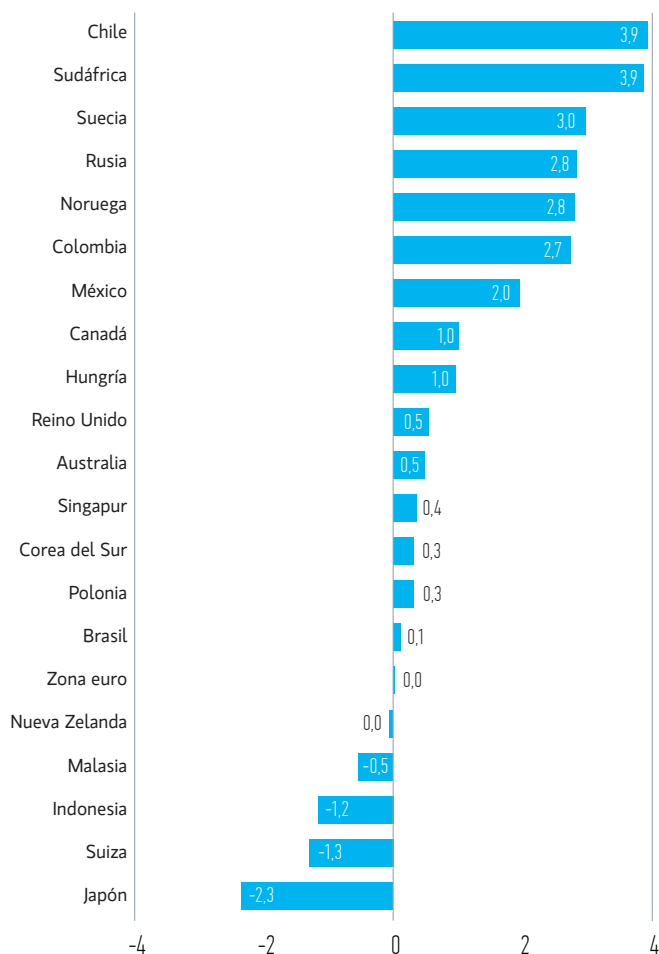
Nota: rentabilidad en USD. Fuente: Thomson Reuters Datastream. Datos a 1 de octubre de 2017. Los índices se facilitan con fines meramente ilustrativos y no es su objetivo describir el rendimiento de una inversión concreta. **La rentabilidad pasada no garantiza resultados futuros.** Véanse las páginas 6 y 7 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 octubre 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 septiembre de 2018. Nota: Una variación positiva indica la apreciación de la moneda con respecto al USD.

GRÁFICO 3

Variaciones mensuales considerables de los diferenciales y las rentabilidades 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)				
Estados Unidos	3,06	+20		
Reino Unido	1,57	+15	-149	-5
Alemania	0,47	+14	-259	-6
Japón	0,13	+2	-293	-18
Australia	2,67	+15	-39	-5
Canadá	2,43	+20	-63	0
Nueva Zelanda	2,72	0	-34	-20
EUROPA (Diferencial frente a bonos alemanes)				
Francia	0,80	+12	33	-2
Grecia	4,18	-22	371	-36
Italia	3,15	-9	268	-23
Portugal	1,88	-5	141	-19
España	1,50	+3	103	-12
MERCADOS EMERGENTES				
	ÍNDICE LOCAL (%)	VARIACIÓN EN EL MES (PB)	DIFERENCIAL DEL USD (PB)	VARIACIÓN EN EL MES (PB)
Diferenciales externos de Mercados Emergentes			360	-39
Rentabilidades locales de Mercados Emergentes			6,67	+2
Diferenciales de deuda corporativa de Mercados Emergentes			286	-28
Brasil	10,07	-34	289	-48
Colombia	6,59	+4	168	-16
Hungría	2,62	+12	109	-15
Indonesia	8,17	-6	182	-9
Malasia	4,07	+2	123	-13
México	7,94	+2	256	-26
Perú	5,68	+17	133	-14
Filipinas	6,44	+51	94	-15
Polonia	2,62	+4	47	-16
Rusia	8,25	-15	210	-25
Sudáfrica	9,61	+5	297	-39
Turquía	20,04	-394	430	-168
Venezuela	—	—	5499	-308
CRÉDITO				
			DIFERENCIAL (PB)	VARIACIÓN EN EL MES (PB)
Grado de inversión EE. UU.			106	-8
Grado de inversión Europa			114	-5
Alta rentabilidad EE. UU.			316	-22
Alta rentabilidad Europa			329	-19
ACTIVOS TITULIZADOS				
MBS de agencia			80	-1
CMBS BBB EE. UU.			252	-10

Positiva Neutral Negativa

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

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

El comportamiento/tendencia de las rentabilidades de los bonos del Tesoro estadounidense sigue acaparando el interés de los mercados. La subida de tipos no debería haber sorprendido tanto, ya que la Reserva Federal venía comunicando claramente su intención de elevar de forma gradual los tipos de interés. No obstante, el mercado se había mostrado reacio a descontar en gran medida los posibles aumentos de los tipos de interés más allá de 2019. Sin embargo, los recientes datos de fuerte crecimiento respaldan el escenario de nuevas subidas de tipos y un ciclo alcista más largo; en este sentido, el mercado converge por primera vez en este ciclo con respecto a los pronósticos de la Reserva Federal, más que al revés. Adicionalmente, dado que las estimaciones de las primas temporales de los tipos de interés siguen siendo negativas, existe la posibilidad de que las rentabilidades aumenten también a través de esta vía. La naturaleza correlacionada de los mercados de bonos globales significa que las mayores rentabilidades de los bonos del Tesoro estadounidense están generando rentabilidades más elevadas en todas partes, con independencia prácticamente de los fundamentales internos. En nuestra opinión, los riesgos permanecen sesgados hacia nuevos aumentos de las rentabilidades, con Estados Unidos a la cabeza.

La subida de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal a causa de la mejora de la economía no debería ser necesariamente un obstáculo para los activos de riesgo. El riesgo de un endurecimiento excesivo por parte de la Reserva Federal parece pequeño, especialmente atendiendo a que las presiones inflacionarias siguen siendo moderadas, lo que permite ralentizar el ritmo en cualquier momento, como sucedió durante el actual ciclo de ajuste. Si bien existe una creciente evidencia de que la rigidez de los mercados laborales aumenta la inflación salarial, tanto en Estados Unidos como en Europa, el repunte respalda principalmente el argumento de que la política monetaria debe ajustarse en lugar de acelerar el ritmo de la crecida.

Esto debería significar que el impacto sobre los activos de riesgo, en Estados Unidos, sea moderado.

Sin embargo, la preocupación radica en si los mercados de activos fuera de Estados Unidos pueden afrontar rentabilidades superiores con la misma resiliencia. Tras convergir brevemente, parece que la economía estadounidense está superando una vez más al resto del mundo. Europa está creciendo mucho más lentamente que en 2017, arrastrada por las incertidumbres políticas y fiscales en Italia. La preocupación clave en los mercados emergentes es la resiliencia de la economía de China, que no se ve favorecida por el conflicto comercial con Estados Unidos.

En general, creemos que un crecimiento más sólido y unas rentabilidades superiores en Estados Unidos no ejercerán un efecto disruptivo sobre la economía y los mercados financieros globales. Esto se debe en parte a que el fuerte crecimiento de Estados Unidos (por ahora) sigue siendo bueno para la economía global y también a que, si el aumento de las rentabilidades demuestra ser disruptivo, tendría repercusiones sobre las políticas de la Reserva Federal. Dicho esto, en nuestra opinión, debe discriminarse entre los diferentes mercados emergentes, eligiendo entre los países que tienen mejores y peores fundamentales. La situación en Italia también corre el riesgo de volverse mucho más disruptiva, aunque haya pocos indicios de contagio hasta el momento. Y, por último, pero no menos importante, debe controlarse la creciente/intensificada guerra comercial con China para detectar posibles efectos más siniestros.

Un crecimiento más fuerte puede ser perjudicial si provoca un endurecimiento excepcional de la política monetaria y una apreciación excesiva del USD. Sin embargo, como dijo Mae West, empacharnos de algo bueno también puede ser en ocasiones maravilloso.

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

En septiembre, los activos de riesgo se recuperaron de la venta masiva de agosto. Las rentabilidades de los bonos del Tesoro estadounidense aumentaron de media 20 puntos básicos en toda la curva, mientras que los bonos alemanes cedieron entre 7 y 15 puntos básicos. La única excepción fue la deuda pública japonesa, que mostró un buen anclaje. Las rentabilidades japonesas terminaron sin cambios este mes. Los bonos italianos revirtieron algunas de las pérdidas del mes anterior al repuntar más de 40 puntos básicos en el extremo frontal de la curva, mientras que, curiosamente, el extremo posterior de la curva Euro BTP solo repuntó 10 puntos básicos. La curva del diferencial entre el bono del Tesoro estadounidense a 2 años y su equivalente a 10 años siguió aplanándose, reduciéndose en otros 24 puntos básicos este mes.¹

Creemos que la Reserva Federal seguirá subiendo los tipos de interés de forma gradual en 2019, lo que solo permitirá un repunte moderado de la inflación. Las reuniones recientes demostraron que el organismo reafirmó su plan de aumentar tres veces los tipos en 2019 y el mercado está preparándose para esta posibilidad, como lo demuestran las mayores presiones sobre los salarios y el hecho de que la confianza empresarial haya elevado la apuesta con respecto a cuál será la tipo de interés de equilibrio final. En cuanto a los tipos de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años, creemos que se situarán en el rango del 3% al 3,5%. Como indicamos anteriormente, la deuda pública japonesa ha servido para fijar las rentabilidades en todo el mundo. Que la banda de negociación de la deuda pública nipona se amplíe según el Banco de Japón ajuste su política de control de la curva de rentabilidades podría introducir más volatilidad y elevar los rendimientos de los activos carentes de riesgo, si bien, por ahora, no parece que el Banco de Japón tenga prisa.

Tipos y divisas de mercados emergentes

En septiembre, la confianza del mercado mejoró, ya que los obstáculos disminuyeron con el progreso de las conversaciones comerciales en América del Norte, la mejora de los factores técnicos del mercado y las valoraciones, lo que despertó la atención de los inversores. Si bien el rendimiento en lo que va de año ha sido deficiente, se ha producido un contagio limitado y la perspectiva de impagos no ha aumentado sustancialmente, ya que, en nuestra opinión, esta venta masiva ha sido más idiosincrásica que sistémica. Dentro del espacio denominado en USD, la deuda soberana superó al crédito durante el mes, mientras que la deuda local en general superó a la deuda denominada en USD, debido a que las monedas de los mercados emergentes se apreciaron frente al USD. Las materias primas se encarecieron durante el mes, con grandes ganancias en energía, agricultura y metales, como el platino y el paladio. Sin embargo, los precios del aluminio, el oro y la plata cayeron durante el período.

Si bien creemos que la debilidad de las valoraciones en los mercados emergentes en el segundo y el tercer trimestre ha creado oportunidades para abrir posiciones, hay que ser más selectivos, dada la incertidumbre de las perspectivas para los fundamentales de los mercados emergentes. A escala estructural, la sincronía del crecimiento global parece quedar atrás y se entra en una nueva fase de divergencia de crecimientos, como lo demuestra el crecimiento todavía saludable en Estados Unidos, la estabilización en Europa y Japón y, lo que es más importante, la desaceleración más reciente de la actividad en los mercados emergentes. Los conflictos comerciales encabezan la lista de preocupaciones: Estados Unidos y China están atrapados en una batalla aparentemente larga que podría socavar el conjunto de las expectativas de crecimiento. La amenaza de que Estados Unidos pueda considerar la posibilidad de ampliar los aranceles a los 267.000 millones de USD restantes en concepto de importaciones provenientes de China podría desencadenar otra ronda de represalias del país asiático, lo que pesaría sobre el crecimiento global y la confianza del mercado.² En la parte positiva, sin embargo, el anuncio de reforma del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), el llamado Acuerdo Estados Unidos-México-Canadá (USMCA), resalta la propensión de Estados Unidos a favor de un acuerdo y supone un paso importante para eliminar una gran causa de incertidumbre relacionada con el comercio, una vez que las cámaras legislativas nacionales aprueben el acuerdo propuesto.

¹ Fuente: Bloomberg. Datos a 30 de septiembre de 2018.

² Fuente: JP Morgan. Datos a 30 de septiembre de 2018.

Los puntos de vista y las opiniones que se expresan corresponden a los del equipo de gestión de carteras a octubre 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 grado de inversión global se estrecharon en septiembre, terminando el trimestre con firmeza. El índice Bloomberg Barclays U.S. Investment-Grade Corporate Bond se contrajo 8 puntos básicos en septiembre y finalizó el mes en 106 puntos básicos; los valores industriales con calificación de BBB lideraron el mercado.³ Los diferenciales en Estados Unidos ahora son más estrechos que en cualquier otro momento desde abril. En el año, el diferencial de la deuda corporativa estadounidense con grado de inversión se ha ampliado 13 puntos básicos. En Europa, el índice Bloomberg Barclays Euro-Aggregate Corporate se contrajo 5 puntos básicos y finalizó el mes en 114 puntos básicos.⁴ Con respecto a Estados Unidos, los diferenciales en Europa se han mantenido en un rango determinado en los últimos meses y se han ampliado 28 puntos básicos en el año. Los valores convertibles globales arrojaron un pequeño rendimiento positivo en el mes, impulsados por el avance bursátil y contenidos por la caída de los bonos. Las principales clases de activos no variaron demasiado: el índice MSCI Global Equities subió 26 puntos básicos y el índice Bloomberg Barclays Global Credit bajó 32 puntos básicos, mientras que el índice Thomson Reuters Global Convertibles Focus se ubicó en el medio, avanzando solo 3 puntos básicos.⁵

De cara al futuro, seguimos siendo optimistas sobre el crédito con grado de inversión. Los beneficios corporativos continúan siendo robustos, la gran oferta se ha satisfecho con una demanda aún mayor y el contexto macroeconómico continúa mejorando. Los indicadores económicos siguen siendo sólidos, particularmente en Estados Unidos, mientras que algunas preocupaciones geopolíticas clave parecen estar desapareciendo. La reciente espiral descendente de los mercados emergentes se ha desacelerado y se han logrado avances en algunas de las disputas comerciales a escala global. Las valoraciones, aunque alejadas de los niveles más amplios, se mantienen alrededor de los niveles medios a largo plazo. El Banco Central Europeo (BCE) está alejándose del mercado de bonos corporativos, la política monetaria estadounidense está endureciéndose y la situación en Italia sigue siendo volátil, por lo que no esperamos que los diferenciales se contraigan rápidamente a partir de esta situación. Más bien, esperamos que los diferenciales se contraigan según avanzamos hacia final de año, generando algunas rentabilidades superiores atractivas en el proceso.

Activos titulizados

El aumento de los tipos de interés, la extensión de la duración y la reducción de los diferenciales de crédito fueron los temas principales en septiembre. Las rentabilidades absolutas estuvieron marcadas por las consecuencias del aumento de los tipos de interés. Los valores orientados al crédito superaron significativamente a los valores más sensibles a los tipos durante el mes. La confianza del mercado pareció cambiar en septiembre y el fortalecimiento de los datos económicos de Estados Unidos parece estar superando la potencial debilidad económica mundial y las preocupaciones comerciales en torno a los aranceles. La Reserva Federal elevó los tipos de interés a corto plazo otros 25 puntos básicos en septiembre y el mercado espera ahora que el banco central vuelva a subir los tipos en diciembre y, posiblemente, varias veces más en 2019.

Nuestra tesis de inversión apenas ha variado en octubre. En general, mantenemos el optimismo con respecto a las oportunidades que ofrece las titulizaciones con riesgo de crédito y la cautela en torno a los bonos de titulización hipotecaria de agencia de Estados Unidos. Seguimos infraponderados en bonos de titulización hipotecaria de agencia debido a las preocupaciones sobre el aumento y la posible mayor volatilidad de los tipos de interés. También porque la Reserva Federal continúa reduciendo sus compras de estos valores y, como resultado, la oferta del mercado negociable está aumentando. Los bonos de titulización hipotecaria de agencia también aparentan ser caros atendiendo a la evolución histórica de sus diferenciales, que, en nuestra opinión, tendrán que ampliarse para atraer a nuevos inversores a fin de compensar el descenso de compras de la Reserva Federal. Si bien seguimos infraponderados en bonos de titulización hipotecaria de agencia, es posible que comencemos a reducir nuestra infraponderación en los próximos meses si estos valores continúan abaratándose. En nuestra opinión, la mayor parte de la ampliación de la duración derivada del aumento de los tipos de interés y de la ralentización de las velocidades del pago anticipado ya se ha materializado. La duración del índice Bloomberg Barclays U.S. MBS ya se ha ampliado por un año completo en 2018, y creemos que nos estamos acercando al final del ciclo actual de subidas de tipos de interés. Si bien los bonos de titulización hipotecaria aún podrían afrontar la presión de la oferta ante la disminución de las compras de estos valores por la Reserva Federal, creemos que el *carry* de los bonos de titulización hipotecaria de agencia podría superar la ampliación moderada del diferencial si los tipos de interés se estabilizan.

³ Fuente: Bloomberg Barclays. Datos a 30 de septiembre de 2018.

⁴ Fuente: Bloomberg Barclays. Datos a 30 de septiembre de 2018.

⁵ Fuente: Bloomberg Barclays. Datos a 30 de septiembre de 2018.

Los puntos de vista y las opiniones que se expresan corresponden a los del equipo de gestión de carteras a octubre 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.**

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 rentas. 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 da 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 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 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 Global (EMBI Global)** replica la rentabilidad total de los 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 agencias (hipotecas de tipo ajustable tanto de 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 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 agencias.

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.

Los puntos de vista y las opiniones que se expresan corresponden a los del equipo de gestión de carteras a octubre 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.**

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.

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 **bonos 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 vulnere 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 Secundaria 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 Secundaria 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 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 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 puntos de vista y las opiniones que se expresan corresponden a los del equipo de gestión de carteras a octubre 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.**

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 MSIM], 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.

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 el objetivo de inversión, los riesgos, las comisiones y los gastos del fondo. En los folletos, figura 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: El presente 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 del presente 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, 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 de toda 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 el presente 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.

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 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 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.

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