

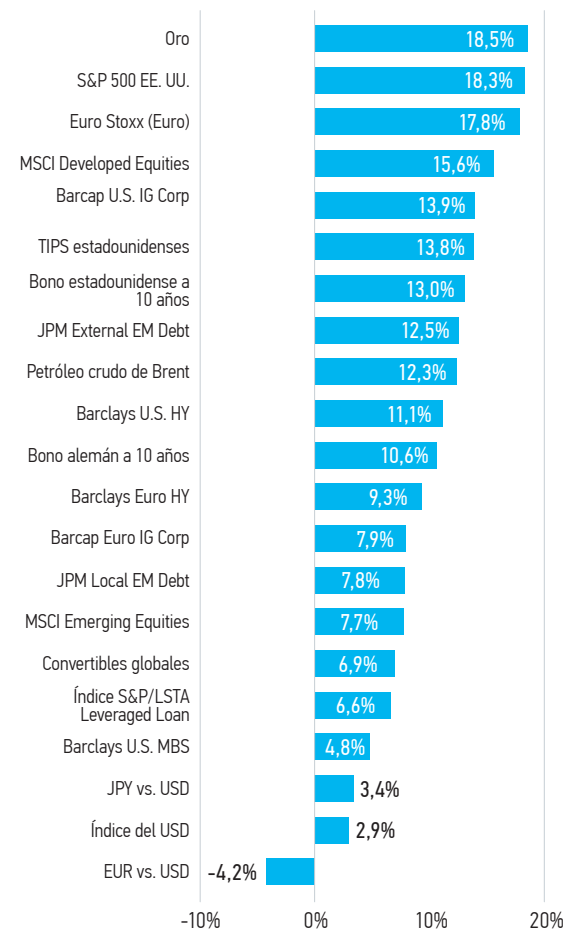
Global Fixed Income Bulletin

Continúan la volatilidad y la incertidumbre... sin un final a la vista

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

La deuda pública y el USD prosiguieron su excepcional comportamiento en agosto, mientras que otros sectores y clases de activos tuvieron dificultades. La razón fue la creciente inquietud en torno a las perspectivas económicas globales y las respuestas de política. Las causas fueron la escalada de la disputa comercial entre Estados Unidos y China, el debilitamiento de los datos económicos (o que no mejoraron como se preveía) y la incertidumbre por las medidas que vayan a tomar los bancos centrales. Es importante destacar que, a pesar de estas cuestiones, los bonos de alta rentabilidad y la renta variable han capeado bien la tormenta, conservando las sólidas rentabilidades cosechadas desde el comienzo del año. De hecho, la mayoría de los activos de renta fija, incluido el crédito, se anotaron rendimientos positivos en agosto. El problema es que buena parte de estos rendimientos responden a la dramática caída de las rentabilidades de los bonos, que es improbable que se repita.

GRÁFICO 1
Rendimiento de los activos desde el comienzo del año

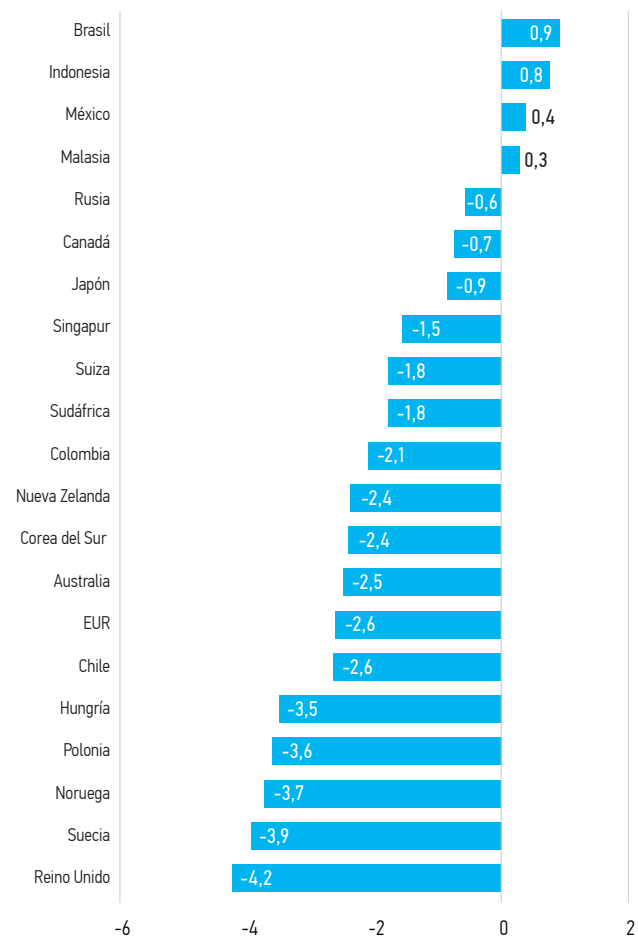


Note: rentabilidad en USD. Fuente: Thomson Reuters Datastream. Datos a 30 de agosto de 2019. Los índices se facilitan con fines meramente ilustrativos y no es su objetivo describir el rendimiento de una inversión concreta. **La rentabilidad pasada no garantiza resultados futuros.** Véanse las páginas 14 y 15 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 septiembre 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
 (+ = apreciación)



Fuente: Bloomberg. Datos a 30 de agosto de 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 (%)	VARIACIÓN MENSUAL (PB)	DIFERENCIAL DE 10 AÑOS (PB)	VARIACIÓN MENSUAL (PB)
(diferencial frente a bonos del Tesoro estadounidense)				
Estados Unidos	1,50	-52		
Reino Unido	0,48	-13	-102	+39
Alemania	-0,70	-26	-220	+26
Japón	-0,27	-12	-177	+40
Australia	0,89	-30	-61	+22
Canadá	1,16	-31	-33	+21
Nueva Zelanda	1,06	-38	-43	+14
EUROPA (diferencial frente a bonos alemanes)				
Francia	-0,40	-22	30	+4
Grecia	1,63	-41	233	-15
Italia	1,00	-54	170	-28
Portugal	0,13	-22	83	+4
España	0,11	-18	81	+8
ME	RENTABILIDAD LOCAL (%)	VARIACIÓN DESDE COMIENZOS DE MES (PB)	DIFERENCIAL DEL USD (PB)	VARIACIÓN DESDE COMIENZOS DE MES (PB)
Diferenciales externos ME			359	+28
Rentabilidades locales ME	5,34	-20		
Diferenciales de crédito ME			331	+55
Brasil	6,82	+16	241	+35
Colombia	5,73	+8	179	+4
Hungría	1,04	-32	107	+13
Indonesia	7,46	+2	185	+14
Malasia	3,34	-26	124	+9
México	7,13	-43	334	+11
Perú	4,39	-16	122	+5
Filipinas	4,39	-20	82	+10
Polonia	1,69	-22	39	+8
Rusia	6,94	-17	209	+17
Sudáfrica	9,39	-3	321	+21
Turquía	15,81	+61	528	+79
Venezuela	-	-	11179	-766
CRÉDITO			VARIACIÓN DESDE COMIENZOS DE MES (PB)	DIFERENCIAL (PB)
Grado de inversión EE. UU.			120	+12
Grado de inversión Europa			109	+10
Alta rentabilidad EE. UU.			393	+22
Alta rentabilidad Europa			336	-12
ACTIVOS TITULIZADOS				
MBS de agencia			97	+13
CMBS BBB EE. UU.			252	+3

Positive Neutral Negative

Fuente: Bloomberg, JP Morgan. Datos a 30 de agosto de 2019

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

La inquietud cotiza al alza: los datos económicos —en concreto, la debilitada confianza de las compañías— siguen moderándose; las disputas comerciales se agravan, no acaban; la salida del Reino Unido de la Unión Europea seguirá siendo un tema candente; y agosto es un mes sin gran volumen de actividad para los bancos centrales, por lo que tendremos que esperar hasta entrado septiembre para conocer exactamente cómo reaccionarán. En particular, los dos más importantes, la Reserva Federal y el Banco Central Europeo (BCE), tomarán importantes decisiones este mes.

Si sus medidas de política no colman las expectativas de los mercados (reducción, al menos, de 25 pb del tipo objetivo de los fondos federales en Estados Unidos y relajación general de la política del BCE vía rebajas de tipos, escalonamiento de los tipos de depósito del BCE, orientaciones prospectivas y expansión cuantitativa [QE]), los bonos, el crédito y la renta variable podrían enfrentarse a un otoño complicado.

Efectivamente, los datos son suficientemente inquietantes, pues existen signos de que la debilidad del gasto de las compañías (inversiones en inmovilizado) y el empeoramiento de los márgenes corporativos podrían comenzar a moderar los mercados de trabajo, concretamente, en Estados Unidos. Aunque todavía no consideramos que sea probable que vaya a desencadenarse una recesión como tal, los indicadores del ciclo se están deteriorando en un contexto de incertidumbre política. Hasta ahora, la solidez económica de los hogares, respaldada por la fortaleza de los mercados de trabajo y los bajos costes de endeudamiento, ha sido el mecanismo de defensa contra la negativa dinámica corporativa desencadenada por la guerra comercial.

La economía estadounidense y el mercado de bonos son probablemente los elementos más vulnerables a un mayor deterioro, buena parte de lo cual se debe a su exposición a la economía y el comercio globales. La confianza de las compañías estadounidenses, tanto manufactureras como de servicios, ha descendido más rápidamente que en la mayoría de las demás regiones del mundo: por ejemplo, las expectativas sobre exportaciones de los directores de compras estadounidenses se hundieron el mes pasado; si los volúmenes efectivos de exportaciones siguen su ejemplo, la caída sería la misma registrada en auténticas recesiones.

Sin embargo, no todo está perdido. Más de 15 bancos centrales han rebajado los tipos de interés este año. Que los diferenciales de crédito todavía se encuentren en niveles más bajos con respecto a comienzos de año y que la renta variable estadounidense permanezca próxima a sus máximos históricos reflejan la confianza en que la ralentización económica

registrada hasta ahora se vea contenida. Sin embargo, la política monetaria no es infalible y los aranceles y las medidas contrarias a la globalización suponen importantes efectos para la oferta y la demanda agregada. Aunque prevenimos que los bancos centrales continúen recortando tipos, echando mano de las herramientas de que disponen en caso necesario, no está claro que sus medidas vayan a funcionar, concretamente, ante las bajas rentabilidades actuales. De hecho, la rebaja de los tipos y las orientaciones prospectivas no bastan para superar la incertidumbre sobre relaciones económicas futuras (por ejemplo, aranceles y flujos de capitales).

Durante este periodo de intensa incertidumbre, seguimos buscando señales/indicadores que muestren cómo evolucionará la situación. Seguimos pensando que la curva de rentabilidades es el mejor barómetro de la confianza del mercado. En nuestra opinión, una medida de éxito, por ejemplo, la reflación, sería un pronunciamiento de las curvas de rentabilidades. Si el estímulo monetario funciona, las curvas deberían pronunciarse.

A corto plazo, sí parece acercarse un periodo de mayor calma: aparentemente, Estados Unidos y China reanudarán las negociaciones comerciales, la situación política en Italia se ha estabilizado, parece improbable un divorcio sin acuerdo a finales de octubre entre el Reino Unido y la Unión Europea y los bancos centrales volverán a relajar sus políticas en septiembre. Aunque siguen preocupándonos las tendencias actuales (tanto de los datos económicos como de las políticas), los mercados podrían asentarse, con las rentabilidades de la deuda pública ancladas en bandas estrechas y el crédito y los mercados emergentes, estabilizados. No recomendaríamos reducir las exposiciones por ahora o elevar la duración en mercados de deuda pública.

Por el momento, creemos que un enfoque hacia los fundamentales corporativos, soberanos y estructurales, en el caso de los activos titulizados, será el que mejor nos servirá y, en ese sentido, los países que presentan fundamentales sólidos y/o en proceso de mejora con valoraciones razonables son los mejor posicionados para capear esta tormenta. En cuanto al segmento soberano de los mercados desarrollados, nos seguimos decantando por Australia, España y Estados Unidos; en el espacio soberano de la esfera emergente, nos decantamos por Brasil y Perú, en la parte local, y determinados países más pequeños, aislados en cierto modo de los problemas comerciales globales, en la parte externa. El USD debería mantener la fortaleza en general, excepto en casos específicos; también nos decantamos, por ejemplo, por la EGP (libra egipcia), que cuenta con un conjunto relativamente único de fundamentales que la respaldan.

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

Tipos y monedas de mercados desarrollados

Los rendimientos de los bonos soberanos de mercados desarrollados cayeron con fuerza en agosto y la rentabilidad de los valores del Tesoro estadounidense a 30 años perdió el 2% por primera vez en la historia.¹ El diferencial entre los bonos a 10 años y sus homólogos a 2 años acentuó su inversión, reactivando entre los inversores los temores a una recesión.² A escala global, el deterioro de las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China fue el factor que más contribuyó a que agosto fuera inusualmente agitado para los mercados de renta fija y de renta variable. Otros aspectos, como las novedades en torno a la salida del Reino Unido de la Unión Europea con Boris Johnson ya como primer ministro y el nuevo gobierno italiano, potenciaron la permanente incertidumbre geopolítica. Los mercados reaccionaron positivamente a la formación del nuevo gobierno en Italia, si bien la incertidumbre sobre el divorcio entre el Reino Unido y la Unión Europea pesó sobre la GBP en el transcurso del mes.

Es probable que el crecimiento estadounidense siga sometido a presiones durante el resto de 2019, pero se vea respaldado por una política monetaria más acomodaticia. Los bancos centrales han adoptado posturas más acomodaticias, principalmente, en Estados Unidos y es probable que suceda lo mismo en la zona euro, si bien el riesgo para los mercados de renta fija reside en que la relajación de política ya se descuenta por completo. Los tres grandes riesgos que percibimos para las perspectivas 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.

Tipos y monedas de mercados emergentes

El rendimiento de los activos de renta fija de mercados emergentes fue dispar en el mes. Los activos denominados en USD se vieron respaldados por la caída de las rentabilidades de los bonos del Tesoro estadounidense, lo cual impulsó los rendimientos relativos de la deuda soberana por encima de la alta rentabilidad, que registró resultados negativos. La rentabilidad de los bonos locales fue positiva, si bien se vio deslucida por la debilidad de las monedas frente al USD.³ El recrudecimiento de la guerra comercial entre Estados Unidos y China en agosto, un mes habitualmente pobre para la liquidez del mercado, exacerbó la volatilidad. Además, el debilitamiento de los datos económicos globales y las oleadas de ventas de activos argentinos tras unos resultados electorales adversos para el presidente Macri, el favorito del mercado, contribuyeron al descenso de la tolerancia al riesgo. El pesimismo para las perspectivas de crecimiento global también se manifestó en los precios de las materias primas, que descendieron en general durante el periodo.

Nos mostramos cautos ante la perspectiva a corto plazo para la deuda de mercados emergentes. La confianza del mercado sigue siendo débil, pues las disputas comerciales entre China y Estados Unidos, que siguen sin resolverse, lastran el comercio y la inversión globales. Después de que la administración estadounidense cumpliera su amenaza de elevar los aranceles a importaciones chinas valoradas en 112.000 millones de USD ya el 1 de septiembre y China respondiera elevando los aranceles a las importaciones de petróleo estadounidense y presentando una reclamación ante la OMC, es de entender que sean bajas las expectativas de que se produzcan avances sustanciales en las negociaciones comerciales bilaterales que tendrán lugar en Washington más adelante este mes. Contribuyeron a la fragilidad de la situación global los datos de la zona euro, que indican un debilitamiento del crecimiento, incluida la posibilidad de que Alemania entre en recesión técnica en el tercer trimestre. Además, se espera que la incertidumbre siga siendo elevada según se aproxime el desenlace de la salida del Reino Unido de la Unión Europea, que no descartamos que sea potencialmente disruptivo y, en tal caso, agrave la situación, ya complicada, de los activos de riesgo. Por otra parte, consideramos que las políticas monetarias, más acomodaticias, de los bancos centrales de las esferas desarrollada y emergente amortiguarán, en parte, las sacudidas negativas derivadas de las disputas comerciales y el debilitamiento del crecimiento global.

¹ Fuente: Bloomberg, a 31 de agosto de 2019.

² Fuente: Bloomberg, a 31 de agosto de 2019.

³ Fuente: J.P. Morgan, a 31 de agosto de 2019.

Los puntos de vista y las opiniones que se expresan corresponden a los del equipo de gestión de carteras en septiembre 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 agosto, los diferenciales del crédito se ampliaron en general, revirtiendo la mayor parte del estrechamiento de julio, pues las preocupaciones por la ralentización del crecimiento económico global compensaron el efecto de las políticas monetarias acomodaticias globales. Los factores impulsores clave en agosto fueron (1) las expectativas de unas políticas monetarias más acomodaticias de los bancos centrales, (2) el recrudescimiento de las tensiones por la guerra comercial, (3) la debilidad de los datos económicos a escala global y (4) el aumento de la incertidumbre política, que lastra la confianza en el Reino Unido con motivo de su salida de la Unión Europea. El diferencial del índice Bloomberg Barclays U.S. Corporate se amplió 12 pb en agosto para cerrar el mes 120 pb por encima de la deuda pública. Los valores financieros rindieron mejor que los no financieros en el mes. Frente a la deuda pública, el índice U.S. IG quedó por detrás un -1,05% en agosto. Los activos europeos con grado de inversión superaron en rentabilidad al mercado estadounidense, reflejando las expectativas de que el BCE compre activos en el marco de un nuevo programa QE y las preocupaciones por la ralentización de la economía de Estados Unidos, evidenciada a finales de agosto por la inversión de la curva de rentabilidades de la deuda a 2 años y a 10 años de dicho país.

Si bien las valoraciones se han ajustado ante la sólida trayectoria desde que comenzó 2019, percibimos diversas señales que alertan de un aumento del riesgo macroeconómico, como el incremento del riesgo de que el Reino Unido abandone la Unión Europea sin acuerdo, que las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China no lleguen a puerto y la debilidad de los datos manufactureros a escala global. La incertidumbre hace que la perspectiva a corto plazo para los beneficios corporativos sea menos clara. Nuestra hipótesis de referencia es que no se producirá una recesión; lo que esperamos es que prosigan un crecimiento bajo a escala global y una inflación también baja, a tenor de los bajos tipos reales y las acomodaticias condiciones financieras. Prevemos un aumento de la oferta en septiembre tras la inactividad del verano; sin embargo, los factores técnicos siguen siendo favorables en general y prevemos que las conservadoras posiciones de riesgo al otro lado del espectro y la entrada sostenida de capital en crédito mantendrán bajo el riesgo de liquidación forzosa.

Activos titulizados

Los bonos de titulización hipotecaria de agencia registraron rentabilidades relativas sustancialmente negativas en agosto y los diferenciales de dichos activos se ampliaron 12 pb en el mes, hasta los 97 pb, por encima de los valores del Tesoro estadounidense con duraciones análogas. El descenso de los tipos está ocasionando que las expectativas de amortización anticipada se incrementen sustancialmente, sometiendo los activos a presión. Las amortizaciones anticipadas de préstamos hipotecarios ya han comenzado a acelerarse y se prevé que aumenten desde los niveles actuales, pues los tipos han seguido bajando, llevando los tipos hipotecarios a sus cotas más bajas desde 2016. Las liquidaciones de conjuntos específicos continúan creciendo al buscar los inversores grupos con menores riesgos de amortización anticipada. Los fondos de inversión de bonos de titulización hipotecaria de agencia siguen recibiendo activos de forma sostenida: en agosto, registraron entradas netas por un valor superior a 1.000 millones de USD.⁴ Estas entradas han contribuido a compensar la reducción de la cartera de bonos de titulización hipotecaria de la Reserva Federal, si bien todavía son relativamente reducidas en comparación con el descenso, de 20.000 millones de USD al mes, de las posiciones de dicho banco central en tales activos.

En general, nuestra perspectiva permanece sin cambios. Albergamos una perspectiva de crédito fundamental positiva en relación con las condiciones para la financiación residencial y al consumo tanto en Estados Unidos como en Europa, si bien hemos empezado a reducir parte de nuestra exposición a crédito titulado al pronunciarse los temores a una posible recesión. Mantenemos cierto pesimismo acerca de los bonos de titulización hipotecaria de agencia, si bien hemos reducido nuestra infraponderación en los últimos meses. Aunque los bonos de titulización hipotecaria de agencia están sometidos a presión por los mayores riesgos de amortización anticipada por la caída de los tipos hipotecarios y debido a que la Reserva Federal sigue reduciendo sus posiciones en bonos de titulización hipotecaria, aumentando el "market float" aproximadamente en 20.000 millones de USD cada mes, los diferenciales se han ampliado sustancialmente en los últimos meses en respuesta a dichos riesgos y ahora ofrecen un valor relativo más comparable. Buena parte de las condiciones negativas para los bonos de titulización hipotecaria de agencia parece estar ya descontada en esta fase. Continuamos albergando una postura heterogénea acerca de los bonos de titulización hipotecaria sobre inmuebles comerciales; en general, el sector parece ligeramente caro en términos ajustados por el riesgo, si bien sigue habiendo diversas oportunidades idiosincráticas que parecen atractivas.

⁴ Fuente: Datos sobre flujos de fondos en Estados Unidos de Lipper, a 31 de agosto de 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 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 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. 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.

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

EUR 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 Hang Seng** incluye las acciones de las compañías más grandes y más líquidas que cotizan en el panel principal de la bolsa de valores de Hong Kong.

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

El índice **ICE BofAML European Currency High-Yield Constrained (ICE BofAML Euro HY Constrained)** está diseñado 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.

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

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

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** 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 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.

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: 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 del Meno (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, Dublín 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 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 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 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 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.

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

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, figuren 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 este documento. **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 comercial la emite Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited. Domicilio social: The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's Quay, Dublín 2 (Irlanda). Inscrita en Irlanda con el número de sociedad 616662. Autorizada y regulada por el Banco Central de Irlanda. ("MSIM Ireland").

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 aquí se incluye es propia y cuenta con la protección de las leyes de propiedad intelectual.

Explore our site at www.morganstanley.com/im