

Boletín de renta fija global de MSIM

¿Por qué es diferente en esta ocasión?

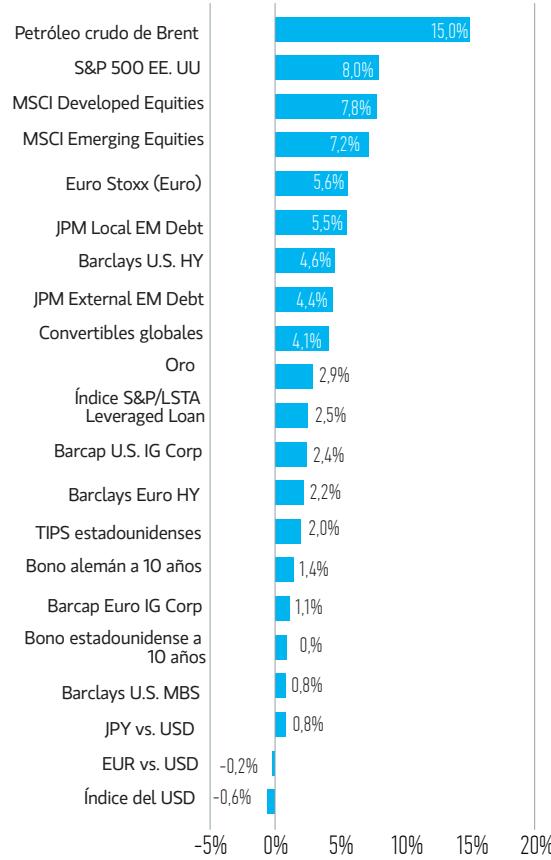
FIXED INCOME | GLOBAL FIXED INCOME TEAM | MACRO INSIGHT | FEBRERO DE 2019

Tras un decepcionante 2018 y un diciembre en cierto modo traumático, enero fue una grata sorpresa para la mayoría de los inversores. El robusto rendimiento de casi todos los activos en enero fue realmente sorprendente, dados los eventos acontecidos a finales del año pasado. Igualmente importante fue el hecho de que la deuda pública repuntara junto con los activos de riesgo. Las fuertes rentabilidades de enero nos crean a una sensación de déjà vu. ¿No vivimos la misma situación el año pasado? Un gran enero seguido de... En fin, todos sabemos lo que sucedió durante el resto del año. No sorprende que los participantes del mercado se muestren moderadamente escépticos ante la posible duración de este buen momento. Además, muchas cuestiones problemáticas de 2018 no han desaparecido: el brexit, el auge de las políticas populistas o las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China. ¿En qué se diferencia la situación? Creemos que existen dos diferencias principales.

En primer lugar, los bancos centrales han cambiado su tono. Se han dado cuenta de la desaceleración de la actividad económica y han adoptado una actitud considerablemente más moderada. En segundo lugar, las valoraciones (aparte de la deuda pública) son mucho más atractivas de lo que eran hace un año, incluso aunque no sean tan baratas como hace un mes. Mantenemos el compromiso de adoptar posiciones largas en activos de riesgo, especialmente en mercados de crédito y mercados emergentes. Estaremos atentos a los acontecimientos políticos para asegurarnos de que los fundamentales no se desestabilizan. El impresionante cambio en la comunicación de la Reserva Federal de Estados Unidos ha hecho que dejemos de esperar nuevas subidas en las rentabilidades de la deuda pública estadounidense y europea. Por tanto, hemos pasado a adoptar en general una postura neutral con respecto a la duración, aunque también consideramos probable que el rendimiento varíe entre países.

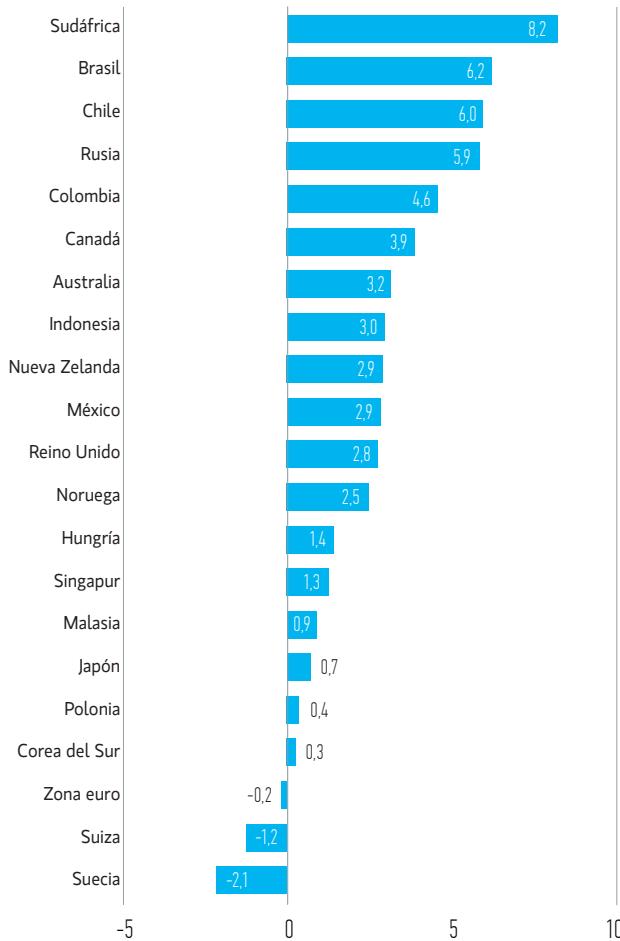
GRÁFICO 1

Rendimiento de los activos desde comienzos de año



Note: rentabilidad en USD. Fuente: Thomson Reuters Datastream. Datos a 31 de enero 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 12 y 13 para consultar las definiciones de los índices.**

GRÁFICO 2
Variación mensual de divisas frente al USD
(+ = apreciación)



Fuente: Bloomberg. Datos a 31 de enero de 2019. Nota: una variación positiva indica 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 VARIACIÓN DE 10 AÑOS (%)	VARIACIÓN MENSUAL (PB)	DIFERENCIAL DE 10 AÑOS (PB)	VARIACIÓN MENSUAL (PB)
Estados Unidos	2,63	-5		
Reino Unido	1,22	-6	-141	0
Alemania	0,15	-9	-248	-4
Japón	0,01	0	-262	+6
Australia	2,24	-8	-39	-2
Canadá	1,88	-9	-75	-3
Nueva Zelanda	2,26	-11	-37	-5
EUROPA				
Francia	0,55	-16	41	-6
Grecia	3,87	-52	372	-43
Italia	2,59	-15	244	-6
Portugal	1,62	-10	147	-1
España	1,20	-22	105	-13
RENTA-BILIDAD ÍNDICE LOCAL				
ME	VARIACIÓN EN EL MES (%)	DIFERENCIAL DEL USD (PB)	VARIACIÓN EN EL MES (PB)	
Diferenciales externos ME		376	-57	
Rentabilidades locales ME	6,22	-16		
Diferenciales de deuda corporativa ME		309	-43	
Brasil	7,76	-39	235	-38
Colombia	6,41	-10	191	-37
Hungría	2,07	-14	127	-21
Indonesia	8,10	-6	196	-41
Malasia	4,04	-6	139	-22
México	8,47	-25	330	-27
Perú	5,61	-12	145	-23
Filipinas	5,74	-56	101	-19
Polonia	2,20	-7	67	-14
Rusia	7,94	-48	219	-35
Sudáfrica	9,30	-29	296	-65
Turquía	14,81	-206	393	-36
Venezuela	-	-	4770	-2075
VARIACIÓN DEUDA CORPORATIVA				
Grado de inversión EE. UU.		128	-25	
Grado de inversión Europa		142	-10	
Alta rentabilidad EE. UU.		423	-103	
Alta rentabilidad Europa		434	-60	
ACTIVOS TITULIZADOS				
MBS de agencia		83	-6	
CMBS BBB EE. UU.		287	-14	

Positive Neutral Negative

Fuente: Bloomberg, JP Morgan. Datos a 31 de enero de 2019.

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

Perspectiva para la renta fija

¡Qué diferencia de un mes a otro! Las condiciones extremadamente adversas del mercado en diciembre se vieron sustituidas por otras muy favorables en enero. El índice S&P 500 no solo registró la mejor evolución mensual desde octubre de 2015, sino que prácticamente todas las clases de activos brindaron resultados positivos. La explicación más obvia del cambio de tendencia es la variación en el tono de la Reserva Federal, que, en su reunión de enero, comunicó que, tras ocho trimestres consecutivos de subidas de los tipos de interés, posiblemente no los aumentaría durante 2019. Esto reduce significativamente los riesgos de un “aterrizaje accidentado” de la economía estadounidense a causa de un endurecimiento excesivo por parte de la Reserva Federal.

El repunte en muchos activos de riesgo —por ejemplo, acciones de pequeña capitalización— es anterior a las declaraciones de la Reserva Federal. Parecería que numerosos inversores coincidieron con nosotros en que las valoraciones ya descontaban un resultado económico mucho más grave del probable y que una gran cantidad de activos se habían devaluado demasiado a menos que nos encontráramos ante una inminente recesión. No obstante, el cambio en el tono de la Reserva Federal fue muy importante, al reducir las preocupaciones acerca de un ajuste de la política monetaria demasiado rápido, lo que encaja con el tema más amplio de que los bancos centrales moderan o revierten de manera absoluta sus políticas de endurecimiento. La inflación moderada en todas las economías principales ejerce poca presión sobre los bancos centrales para endurecer la política monetaria con rapidez o endurecerla por completo. Por ejemplo, los informes del mercado laboral de Estados Unidos correspondientes a diciembre y enero informaron de aumentos muy favorables en el empleo. Sin embargo, el crecimiento salarial no se aceleró y la tasa de desempleo disminuyó, ya que más trabajadores se unieron a la fuerza laboral. Esto sugiere que persiste la debilidad en la economía estadounidense y que la Reserva Federal puede mostrarse “paciente”.

En general, los datos económicos publicados en enero decepcionaron y evidenciaron tres tendencias principales. En primer lugar, los indicadores adelantados fueron en general más débiles que los datos efectivos publicados. Dado que los indicadores adelantados suelen mostrar menos volatilidad que los datos efectivos y, por tanto, suponen un mejor indicador de las tendencias económicas subyacentes, es posible que estén evidenciando una debilidad económica que se materialice próximamente. En segundo lugar, los datos económicos de Estados Unidos han sido considerablemente mejores frente a las expectativas que los datos de otras economías, especialmente de Europa. En tercer lugar, la debilidad de los datos se ha asociado principalmente al comercio, las manufacturas y la inversión. En general, el consumo de los hogares ha mantenido la fortaleza, ya que el desempleo es bajo y el crecimiento de los salarios ha aumentado, aunque con moderación. En general, los sectores de inversión en inmovilizado y manufacturas, que suelen ser más volátiles, impulsan el ciclo económico. Si continúan desacelerándose, podrían causar una desaceleración

económica generalizada. Sin embargo, como el crecimiento de la renta de los hogares es sólido tanto en Estados Unidos como en Europa, es poco probable que se produzca una recesión, o incluso que se materialicen mayores probabilidades de recesión.

El cambio en las expectativas de política de los bancos centrales es importante para nuestra perspectiva sobre las rentabilidades. Ya no barajamos que la Reserva Federal y otros bancos centrales endurezcan la política monetaria en los próximos meses. Como resultado, hemos adoptado una posición neutral frente a la duración. Sin embargo, esperamos alguna variación en términos de rendimiento en el conjunto de los mercados. Creemos que los tipos australianos muestran la mayor probabilidad de mantenerse en niveles reducidos o incluso bajar y esperamos que las rentabilidades de los bonos canadienses aumenten más que las estadounidenses. En Europa, consideramos que las rentabilidades de los bonos pueden subir sustancialmente dado el mercado laboral saturado una vez que se resuelva el asunto del brexit.

Esperamos que los diferenciales de crédito se contraigan en el conjunto de los mercados. A falta de una recesión, creemos que las tasas de impago probablemente se mantengan en niveles reducidos, que los beneficios de las empresas sigan creciendo y que la liquidez vuelva al mercado. Consideramos exageradas las preocupaciones de que los mercados de alta rentabilidad puedan verse afectados por una avalancha de rebajas de calificación de compañías BBB, ya que el crecimiento continuo de los beneficios les brindará margen para gestionar a la baja sus perfiles de deuda. Sin embargo, si bien continuamos posicionando las carteras ante riesgos a largo plazo, estamos aprovechando las condiciones más favorables para vender posiciones que, en nuestra opinión, son vulnerables a un deterioro en los fundamentales.

La perspectiva para la deuda de mercados emergentes que previmos a finales del año pasado se ha materializado, en su mayor parte, en el primer mes de 2019. En ese momento, argumentamos que las valoraciones atractivas, un contexto de modesto crecimiento mundial y una inflación suave, junto con una actitud moderada de la Reserva Federal y la debilidad del USD, respaldarían los activos de deuda de mercados emergentes en 2019. El fuerte rendimiento en lo que va de año inevitablemente genera dudas sobre la sostenibilidad del repunte. Nos mantenemos cautelosamente optimistas sobre la renta fija emergente, ya que las premisas subyacentes de nuestro supuesto de inversión aún son válidas, aunque las valoraciones se han vuelto menos atractivas.

En los mercados de bonos titulizados e hipotecarios, todavía creemos que la economía estadounidense sigue siendo sólida con unas condiciones saludables del mercado inmobiliario y de consumo, y seguimos sobreponderados en inversiones titulizadas orientadas a crédito. Seguimos infraponderados en bonos de titulización hipotecaria de agencia debido a la preocupación persistente acerca de la oferta y la demanda, ya que la Reserva Federal ha finalizado sus compras de estos valores y los bancos estadounidense podrían reducir sus posiciones en estos activos si los requisitos de capital basados en riesgo disminuyen.

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

ANÁLISIS MENSUAL

Tipos y monedas de mercados desarrollados

Las rentabilidades de los bonos estadounidenses, británicos y alemanes a 10 años siguieron cayendo en enero: 6, 6 y 9 puntos básicos, respectivamente.¹ El presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, tranquilizó a los inversores a principios de mes al indicar a los mercados que el banco central será paciente respecto a futuras alzas de tipos. El tono de Powell preparó el escenario para el resto del mes, sofocando los temores de endurecimiento de la política monetaria. El diferencial entre los bonos a 2 y 10 años apenas varió en comparación con los niveles observados a finales de diciembre, situándose en unos 17 puntos básicos, mientras que el USD se depreció en general frente a las monedas de mercados desarrollados y emergentes.²

En Europa, los datos de crecimiento continuaron siendo más débiles de lo esperado, particularmente en Alemania e Italia. El Banco Central Europeo (BCE) sigue pensando que la debilidad económica probablemente sea transitoria y apunta a los sólidos datos del mercado laboral como una fuente de crecimiento e inflación en el futuro. Sin embargo, la autoridad monetaria reconoce que las cosas no están evolucionando según lo previsto y que existen al menos tantos riesgos bajistas como alcistas. Parece cada vez más improbable que el BCE consiga elevar los tipos de interés este año, por lo que es muy posible que se apliquen medidas expansivas concretas.

El Reino Unido sigue estando condicionado por la incertidumbre relativa al brexit. El riesgo de una salida "sin acuerdo" aumenta, a medida que se aproxima la fecha límite del 29 de marzo, aunque parece cada vez más probable que el Parlamento obligue a la primera ministra Theresa May a solicitar una ampliación del plazo para que la salida pueda negociarse de manera ordenada.

Tipos y divisas de mercados emergentes

Los activos de renta fija de mercados emergentes rebotaron en enero tras la volatilidad registrada en 2018. La deuda nacional encabezó las ganancias, impulsada por la fortaleza de las divisas frente al USD y el rendimiento de los bonos locales. En el segmento de monedas fuertes, la alta rentabilidad superó al grado de inversión y los valores soberanos superaron al crédito. La mejora en la confianza de los mercados emergentes estuvo impulsada por las valoraciones atractivas, el optimismo en torno a las conversaciones comerciales entre China y Estados Unidos, las medidas expansivas anunciadas por el Banco Popular de China en diciembre y la creciente percepción de que el ciclo de subidas de tipos de interés de la Reserva Federal estadounidense puede haber finalizado. Los precios de las materias primas también subieron, con rentabilidades de dos dígitos para el petróleo, seguido de materias primas agrícolas y metálicas. Los flujos de inversión fueron positivos, principalmente en monedas fuertes, seguidos de las estrategias en moneda local y combinadas. Los emisores aprovecharon el entorno de mercado favorable para mostrarse activos, ya que durante el mes se alcanzaron diversos acuerdos soberanos, cuasisoberanos y corporativos.

PERSPECTIVA

Se espera que el crecimiento de Estados Unidos se modere este año y que se mantenga por encima del potencial. A pesar de que la curva de rentabilidades estadounidense permanece muy plana, aún no se ha invertido, lo que está permitiendo trasladar las expectativas de que se produzca la próxima recesión en Estados Unidos hasta bien entrado 2020 o posteriormente. Los responsables de la Reserva Federal afirmaron que serán pacientes y que probablemente no variarán los tipos de interés al menos en los próximos trimestres y que el próximo movimiento de los tipos no será necesariamente una subida. Los beneficios empresariales, las negociaciones comerciales entre China y Estados Unidos, el techo de la deuda y la posibilidad de un nuevo cierre de la administración estadounidense condicionarán probablemente el panorama macroeconómico. Los temas clave serán si la evolución económica de Estados Unidos y otros países continúa divergiendo y si la tendencia más débil en los indicadores adelantados de las se confirma en las publicaciones de datos económicos reales. Creemos que la rentabilidad del bono del Tesoro estadounidense a 10 años probablemente se sitúe entre el 2,65% y el 3% durante los próximos meses.

La perspectiva para la deuda de mercados emergentes que previmos a finales del año pasado se materializó, en gran parte, durante el primer mes de 2019. En ese momento, argumentamos que las valoraciones atractivas, un contexto de modesto crecimiento mundial y una inflación moderada, junto con una actitud prudente de la Reserva Federal y la debilidad del USD, respaldarían los activos de deuda de mercados emergentes en 2019. El fuerte rendimiento en lo que va de año inevitablemente genera dudas sobre la sostenibilidad del repunte. Nos mantenemos relativamente optimistas sobre la renta fija de mercados emergentes, ya que las premisas subyacentes de nuestro supuesto de inversión aún son válidas, aunque las valoraciones se han vuelto menos atractivas.

¹ Fuente: Bloomberg, a 31 de enero de 2019.² Fuente: Bloomberg, a 31 de enero de 2019.

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

ANÁLISIS MENSUAL

PERSPECTIVA

Crédito

Los diferenciales del grado de inversión global repuntaron con fuerza en enero, recuperando los retrocesos de diciembre. Si bien los datos económicos y los beneficios empresariales han sido débiles en algunos ámbitos y poco notables en otros, los diferenciales eran simplemente demasiado amplios a principios de enero ante un entorno no recesionario. El índice Bloomberg Barclays U.S. Corporate se estrechó 26 puntos básicos en enero, hasta finalizar el mes en 127 puntos básicos, frente a la deuda pública; el crédito financiero y los valores no financieros con calificación BBB lideraron la contracción del mercado. Según las rentabilidades superiores frente a la deuda pública, el índice U.S. Investment Grade generó un exceso de rentabilidad del 1,83% en el mes. El grado de inversión europeo quedó rezagado frente al mercado estadounidense, pero los diferenciales también se estrecharon en enero. Los diferenciales del índice Bloomberg Barclays Euro- Aggregate Corporate se contrajeron 10 puntos básicos hasta el cierre de enero, situándose en 141 puntos básicos frente a la deuda pública.

Como analizamos el mes pasado, con la confirmación de que una recesión no es inminente, esperamos que los diferenciales de crédito se contraigan. A falta de una recesión, es probable que las tasas de impago se mantengan en niveles bajos, los beneficios empresariales sigan creciendo y la liquidez vuelva al mercado. El crecimiento continuo de los beneficios brindará tiempo a las compañías con calificación BBB para gestionar a la baja sus perfiles de deuda, y consideramos exagerados los riesgos sobre el número de valores que pueden verse rebajados a BB. Seguimos posicionando el riesgo a largo de las carteras para aprovechar estas condiciones, aunque hemos procedido a deshacer riesgo las carteras gradualmente tras este repunte. No esperamos que los diferenciales vuelvan a marcar mínimos del ciclo dada la madurez del ciclo económico; la menor calidad media del mercado y los cuestionables factores técnicos plantean riesgos. La selección de sector y emisor serán decisiones clave en 2019, ya que la tecnología y el cambio de comportamiento están evolucionando rápidamente y son disruptivos para muchos modelos de negocios tradicionales de diferentes sectores. Estas preocupaciones harán que mantengamos una actitud prudente y más táctica.

Activos titulizados

Tras varios meses de entorno de aversión al riesgo, los mercados hipotecarios y titulizados se estabilizaron en enero. Los diferenciales de los activos hipotecarios y titulizados se contrajeron ligeramente, pero no experimentaron el repunte más significativo que se produjo en muchos otros sectores crediticios en enero. Las rentabilidades en enero provinieron de una combinación de movimientos de tipos de interés, cambios en los diferenciales y carry de los flujos de caja. Tanto los bonos de titulización hipotecaria de agencia como los sectores sensibles al crédito evolucionaron de forma similar en enero, pero por diferentes razones. Los movimientos de tipos impulsaron en gran medida el rendimiento de los bonos de titulización hipotecaria de agencia, mientras que el carry dominó las rentabilidades de los activos orientados al crédito. Las condiciones fundamentales del crédito titulado permanecieron sólidas, con tasas de impago bajas, con balances de los consumidores saludables y un mercado de vivienda estable.

Los mercados hipotecarios y titulizados han tenido un comienzo aceptable en 2019, aunque se están quedando rezagados en muchos otros mercados. Desde un punto de vista fundamental, todavía creemos que la economía estadounidense sigue siendo sólida con unas condiciones saludables del mercado inmobiliario y de consumo, y seguimos sobreponderados en inversiones titulizadas orientadas a crédito. Seguimos infraponderados en bonos de titulización hipotecaria de agencia por la preocupación persistente acerca de la oferta y la demanda, ya que la Reserva Federal ha finalizado sus compras de estos valores y los bancos estadounidenses podrían reducir sus posiciones en estos activos si los requisitos de capital basados en riesgo disminuyen. Los diferenciales de los bonos de titulización hipotecaria de agencia se estrecharon en enero tras la declaración de la Reserva Federal, que indicó a predisposición a cambiar sus planes de normalización del balance. Creemos que la Reserva Federal continuará reduciendo su balance ante la ausencia de dificultades económicas graves, mientras que el exceso de oferta de bonos de titulización hipotecaria de agencia continuará ejerciendo presión sobre los diferenciales de este tipo de valores.

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 períodos 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. Influencian 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)** 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.

TEL 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/Africa.

El índice **ISM Manufacturing** se basa en encuestas a más de 300 compañías manufactureras a cargo del Institute of Supply Management. El índice ISM Manufacturing sigue el empleo, la producción, las existencias, los nuevos pedidos y las entregas de proveedores. Se confecciona asimismo

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

El índice **Bloomberg Barclays U.S. Mortgage Backed Securities (MBS)** sigue la evolución de bonos de titulización hipotecaria pass-through de agencia (hipotecas de tipo ajustable tanto de tipo fijo como híbridas) 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 agencia.

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

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

El **índice del 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".

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

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

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

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® (S&P 500 EE. UU.)** mide la rentabilidad del segmento

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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.

DISTRIBUCIÓN

La presente 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 (Alemania) (Gattung: Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG). **Irlanda:** Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited. Domicilio social: The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2 (Irlanda). Inscrita en Irlanda con el número de sociedad 616662. Autorizada y 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 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 incurrir 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 con carácter previo a 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 a febrero de 2019 y pueden cambiar en función de las condiciones del mercado, económicas y de otro tipo. **La rentabilidad pasada no es indicativa de resultados futuros.**

Estados Unidos

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

Antes de invertir, estudie minuciosamente los objetivos de inversión, los riesgos, las comisiones y los gastos de los fondos. En los folletos, figura esta y otra información sobre los fondos. Para obtener un ejemplar del folleto, descárguelo en morganstanley.com/im 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. 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: La presente comunicación la emite Morgan Stanley Investment Management Limited ("MSIM"). Autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera. Inscrita en Inglaterra con el número 1981121. Domicilio social: 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres E14 4QA.

No existen garantías de que una estrategia de inversión vaya a funcionar en todas las condiciones de mercado, por lo que cada inversor debe evaluar su capacidad para invertir a largo plazo, especialmente, en períodos 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 actualizan 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 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 recogida 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, entre otros aspectos, de 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 licenciatario correspondiente. Los concedentes de licencia no patrocinan, respaldan, venden o 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 cualesquier 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 Ireland.

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 derechos de autor.

Explore our site at www.morganstanley.com/im