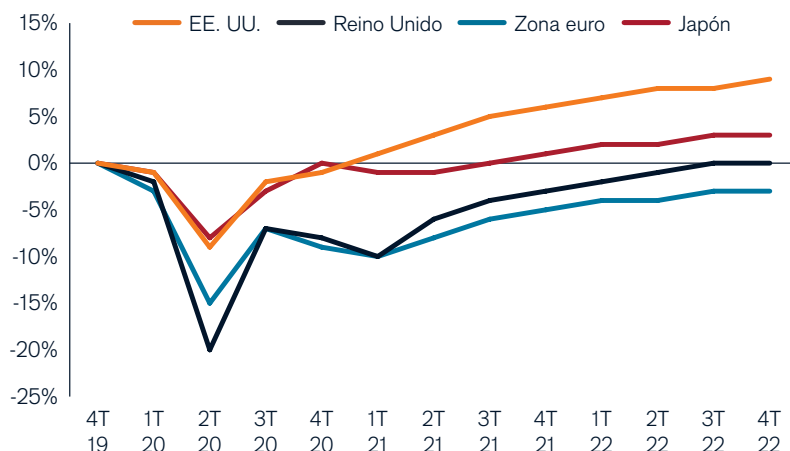


PROSPERAR EN EL MERCADO DE RENTA FIJA

En los últimos meses, los fundamentos macro y microeconómicos han mejorado en general, tal como preveían los mercados, mientras que los rendimientos de los bonos del Tesoro de EE. UU. a largo plazo han disminuido y los mercados de crédito han repuntado en general. Es crecimiento económico se está acelerando a escala global y los precios de los mercados de bonos corporativos reflejan que esto va a continuar. Esto plantea la pregunta siguiente: ¿qué podría ir mal y cómo podrían responder los mercados de renta fija?

EE. UU. lidera la recuperación económica global, pero también está alentado el temor a un aumento de la inflación. Los recientes datos de la inflación han sido preocupantes: el índice de precios al consumo (IPC) interanual de EE. UU. ha aumentado un 5,4%, su mayor subida desde 2008. Pero fuera de EE. UU. y en algunas de las demás economías del dólar, los inversores no tienen muchos motivos para preocuparse por el endurecimiento de la política en los próximos años. Además de que se espera que su recuperación sea más débil fuera de EE. UU., hay pocos indicios de presiones inflacionistas sostenidas en China, Japón y Europa, otras economías en diferentes etapas de la recuperación tras la recesión provocada por la covid-19.

Gráfico 1. Niveles del PIB comparado con finales de 2019



Fuente: Bloomberg, calculado utilizando los datos de consenso del PIB, 2 de junio de 2021. Los pronósticos son solo estimaciones y no están garantizados.

En EE. UU., hay factores razonables comprensibles que explican el reciente aumento de la inflación. El «efecto de base» del que tanto se habla es uno de ellos. Las presiones de precios provocadas por los retrasos en el suministro son el segundo. Otro serían los bajos niveles de inventarios junto con un aumento del gasto por la demanda contenida. Pero todos estos indicadores son fundamentalmente cíclicos. Los retrasos se resuelven, los inventarios se restablecen y la demanda contenida se alivia.

Para que haya una inflación sostenida –de la que debería preocupar a la Fed y los mercados–, debe haber una tensión constante en los costes. En nuestra opinión, los factores clave son las presiones salariales y la creación de crédito privado. El gasto en productos cada vez más caros no es sostenible sin subidas salariales proporcionales. Tanto los salarios como los precios de la vivienda podrían terminar alentando una inflación más sostenida, pero aún no está claro de que vaya a suceder. EE. UU. sigue teniendo una brecha importante.

ASPECTOS DESTACADOS

- ▶ Los mercados pueden asumir cómodamente un endurecimiento ordenado de la política. La Reserva Federal estadounidense (Fed) está decidida a consolidar la recuperación y evitará subir los tipos de forma preventiva. La reducción de las compras de activos será lo primero, pero de forma gradual, dada la incertidumbre relacionada con la solidez del crecimiento económico y el éxito en la lucha contra la covid-19.
- ▶ La señal de crisis de crédito de nuestro semáforo apunta a una baja tensión en los mercados de crédito, puesto que las empresas tienen acceso al capital y los costes de los préstamos son bajos. Las valoraciones reflejan un entorno de exceso de ahorro que ancla los rendimientos de los bonos en niveles bajos y, en nuestra opinión, siguen favoreciendo los bonos *high yield*.
- ▶ Es probable que los ciclos de impago sean menos pronunciados, ya que los bancos centrales, atentos a la elevada carga de la deuda, mantienen una política flexible de apoyo.

El mercado laboral sigue teniendo capacidad disponible, los salarios no han mostrado pruebas concluyentes de vayan a pasar a una tendencia sostenida al alza y los precios de la vivienda se ven muy afectados por los cambios demográficos tras la covid-19. Aunque la política fiscal ha sustituido los ingresos perdidos, ahora están desapareciendo en el momento casi perfecto en la segunda mitad del año, cuando la economía vuelve a la «normalidad»; se espera que el impulso fiscal positivo pase a ser negativo en los próximos trimestres.

La Fed vuelve al juego: ¿deberíamos preocuparnos?

En junio, la Fed mostró un tono más duro, con un mayor número de miembros del FOMC dando a entender que los tipos subirán en 2023. La volatilidad de los mercados bursátiles no aumentó y los rendimientos de los bonos del Tesoro a largo plazo repuntaron. Lo que la Fed sí que logró fue frenar más o menos las operaciones de reflación más contundentes y que se hablara de su eventual reducción de la expansión cuantitativa (la compra directa de bonos en el mercado abierta). El mercado cree ahora que la Fed reducirá el volumen de sus compras de bonos en algún momento entre el cuarto trimestre de este año y el primer trimestre de 2022. La volatilidad del mercado de renta fija fue moderada, porque la evolución de la postura de la Fed coincide con los datos del mercado y envía el mensaje de que actuará de forma gradual.

Creemos que la Fed seguirá dando muestras de paciencia, apostará por un mayor crecimiento económico y no intentará subir los tipos de interés de forma «preventiva». El mercado del Tesoro de EE. UU. valora la inflación futura en torno al 2,3% y parece que la Fed y el mercado de renta fija están de acuerdo.

La reunión de junio de la Fed ha vuelto a poner en el candelero la subida de tipos, pero probablemente esta no tendrá lugar hasta 2023. Aunque esto afectará a los tipos de la deuda pública, si se observan los datos, desde el punto de vista histórico, los diferenciales del mercado de crédito y la renta variable se comportan bien en la etapa inicial de un ciclo de endurecimiento. Los daños suele venir por el eventual (y, según algunos, inevitable) «endurecimiento excesivo» que se produce, por definición, cerca del final del ciclo. Por consiguiente, dos posibles subidas en 2023 no deberían ser motivo de preocupación. Los inversores en renta fija deben mirar al futuro, pero no tanto como para dejar de aprovechar las oportunidades de la etapa inicial.

Bajo nuestro punto de vista, el mayor riesgo para los mercados de bonos es un error en la política de los bancos centrales. Si la inflación persiste y se considera que los bancos centrales han actuado demasiado tarde, los tipos nominales y reales probablemente subirían bastante, incrementando la volatilidad y afectando los rendimientos en los mercados de renta fija. Teniendo en cuenta todas las dificultades de hacer previsiones en estos momentos inusuales, la Fed parece haber encontrado el equilibrio adecuado por ahora.

¿Son razonables las valoraciones de los bonos corporativos?

La recuperación económica se refleja en todos los mercados. La renta variable mundial ha subido con fuerza y algunos mercados han registrado nuevos máximos. Las materias primas han repuntado con fuerza desde los mínimos de la recesión. El precio del petróleo ha aumentado un 65% con respecto a hace un año y cotiza por encima del nivel de principios de 2020, mientras que los precios del cobre se han disparado un 43% en el último año.¹

Por tanto, no sorprende que los activos de riesgo de la renta fija muestren una fortaleza similar, con los diferenciales de los bonos corporativos en mínimos históricos o muy próximos. Este tipo de subidas no son infrecuentes en la fase inicial de la recuperación económica. Pero, ¿qué sucede después? ¿En qué punto del ciclo económico nos encontramos? ¿Son razonables estas valoraciones tan rotundas en estos momentos?

Gráfico 2. Diferenciales de crédito y rendimientos en mínimos históricos

Investment grade de EE. UU.



High yield estadounidense



Fuente: Bloomberg, índice Bloomberg Barclays US Corporate (*investment grade*), índice Bloomberg Barclays US Corporate High Yield, diferenciales ajustados a opciones (OAS) al Tesoro, *yield to worst*, del 1 de enero de 2010 al 20 de julio de 2021; pb = puntos básicos. 1 punto básico (pb) es igual a una centésima porcentual, 100 pb = 1%

¹ Fuente: Refinitiv Datastream, precio del petróleo West Texas Intermediate, LME Copper Grade A Cash US\$ por tonelada métrica, cifras a 20 de julio de 2021.

No es habitual que los diferenciales rocen mínimos cíclicos en una fase tan temprana de la recuperación y más aún que se acerquen a los mínimos históricos en una fase tan temprana de la recuperación, pero estos son tiempos inusuales. Incluso en tiempos normales, utilizar la historia como guía de las valoraciones resulta problemático, pero el ciclo actual es muy diferente a los anteriores en varios aspectos importantes.

En la mayoría de las recesiones se produce una pérdida permanente de ingresos y puestos de trabajo. Normalmente se necesitan muchos trimestres para que estos se recuperen. Pero en la recesión de 2020, el gobierno reemplazó gran parte de los ingresos perdidos casi inmediatamente. La producción económica se detuvo, pero la confianza de los consumidores en sus ingresos futuros no. Y los márgenes relativamente ajustados no se deben únicamente a razones cíclicas, sino también a otras más estructurales. En todo el mundo, el exceso de ahorro ha aumentado la demanda de inversión, lo que ha hecho bajar los diferenciales de los bonos corporativos. Muchos inversores e instituciones se lamentan de la falta de rendimiento de los bonos. Algunos (como los bancos y las aseguradoras) tienen restricciones de capital que no les dejan otra opción que seguir comprando bonos. Además, los programas de compra de bonos de la Fed han contribuido a la demanda y han aportado unos volúmenes históricos de liquidez al mercado. Dicho de otro modo, ese dinero tiene que ir a alguna parte y los mercados financieros constituyen la forma más fácil y rápida de asignarlo.

Las valoraciones pueden ser elevadas, pero el riesgo de una crisis de crédito es bajo

Un vistazo a los precios de los bonos podría indicar que la tendencia alcista del ciclo económico actual ha terminado. Pero, como se sabe, calcular los tiempos del mercado es muy difícil. Creemos que puede ser útil dar un paso atrás y observar lo que, aunque históricamente, genera las condiciones para que los mercados de crédito se amplíen considerablemente.

Según nuestra experiencia, se necesitan tres cosas para crear la posibilidad de una corrección significativa y cíclica en los mercados de bonos corporativos: un alto peso de la deuda, un acceso restringido al capital y un *shock* externo para los flujos de caja. Si se dan las tres cosas, es muy probable que se produzca una crisis.

Gráfico 3. Señal de crisis de crédito del semáforo



En la actualidad, solo el peso de la deuda es un problema. La cantidad de endeudamiento de las empresas es elevada y ha aumentado. Pero es importante ajustar el volumen de deuda por su coste. Cuando los costes de endeudamiento son bajos, las empresas deberían endeudarse, suponiendo que el coste de la deuda es menor que su capacidad de generar los ingresos para pagarla. Ahora mismo vemos pocos indicios de que las empresas puedan tener problemas de deuda. En segundo lugar, el acceso al capital es amplio. Entre los tipos de interés cero, la expansión cuantitativa, la emisión récord de bonos y los programas fiscales directos de apoyo a las empresas, cuesta detectar indicios de que las empresas tengan dificultades para acceder al capital. Por último, hubo un choque externo (covid-19) en los flujos de caja que desencadenó la corrección en 2020, pero los beneficios netos están ahora aumentando sustancialmente a medida que los ingresos se recuperan y esto está alentando unos flujos de caja más sólidos.

De las condiciones necesarias para que haya una crisis de crédito, quizá actualmente se cumpla la mitad de una de las tres. Aunque podemos debatir el significado de las valoraciones actuales, cuesta mucho argumentar que el crédito corporativo pueda estar en un punto de inflexión cíclico. Por tanto, seguimos adelante.

Las valoraciones parecen relativamente más atractivas en el high yield

Los diferenciales de los bonos corporativos *investment grade* rozan sus mínimos históricos, lo que plantea dudas justificadas en cuanto a las valoraciones. La calidad crediticia media del índice *investment grade* ha empeorado, lo que suscita nuevas preocupaciones. A medida que los tipos de interés han bajado en la última década y el coste de los préstamos se ha reducido con ello, las empresas se han sentido más cómodas con unas calificaciones de crédito más bajas. Antes de la crisis financiera global de 2008, aproximadamente un tercio del índice de bonos corporativos tenía una calificación de BBB. Actualmente, es algo más de la mitad y esperamos que siga aumentando.

En la tabla siguiente se muestra el aumento constante del porcentaje del mercado de bonos corporativos *investment grade* de EE. UU. que ahora tiene la calificación BBB, el grupo de calificación más bajo de la categoría *investment grade*. El deterioro de la calidad es notable. El diferencial del índice general actual (81 puntos básicos a finales de junio) es prácticamente el mismo (82 puntos básicos) que el que había en el nivel más bajo de 2007. Pero el índice *investment grade* actual es de menor calidad. Si lo ajustamos, vemos que un diferencial de 81 puntos básicos hoy es el equivalente a un diferencial de 133 puntos básicos en 2007. Ajustados a la calidad crediticia, los diferenciales de crédito corporativo se sitúan hoy muy por encima de los mínimos de 2007.

Gráfico 4. Teniendo en cuenta los cambios en el mercado, las valoraciones del *investment grade* son más elevadas que las del *high yield*

<i>Investment grade</i>	2007	2014	2018	Ene 2020	Junio de 2021
Diferencial real (pb) (a)	82	97	85	93	81 (c)
BBB %	35%	43%	48%	50%	52%
Apalancamiento	1,60x	1,91x	2,29x	2,39x	2,25x est.
Diferencial ajustado a calidad (pb) (b)	133	130	118	98	81
Diferencia (b-a)	52	33	34	5	0
Diferencia con respecto a junio de 2021 (b-c)	52	49	37	17	0
<i>High yield</i>					
Diferencial real (pb) (d)	233	323	303	315	311 (f)
Diferencial ajustado a calidad (pb) (e)	214	293	275	293	311
Diferencia (e-d)	-18	-30	-28	-22	0
Diferencia con respecto a junio de 2021 (e-f)	-97	-18	-35	-18	0

Fuente: Janus Henderson Investors, Morgan Stanley Research, índices ICE US IG y HY, Bloomberg, BBB % como porcentaje del mercado *investment grade* total; apalancamiento = apalancamiento bruto mediano (deuda total/beneficios antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones), 29 de junio de 2021; est. = estimación no garantizada. 1 punto básico (pb) es igual a una centésima porcentual, 100 pb = 1%

Sin embargo, en el mercado de bonos corporativos *high yield* estadounidenses ocurre lo contrario, pues la calidad del crédito media se ha mantenido estable o ha mejorado. El diferencial actual (311 puntos básicos en junio de 2021) es 78 puntos básicos mayor que en el nivel más bajo de 2007. Y, ajustándolo al crédito, es aún más amplio: 97 puntos básicos.

Ajustado al crédito, existe una clara disparidad entre el *investment grade* y el *high yield*. Para los inversores que coinciden con nosotros en que el ciclo apenas muestra indicios de cambio de rumbo, que creen que la Fed probablemente seguirá dando su apoyo y que están ávidos de rendimiento, podría valer la pena fijarse en los mercados *high yield* del mundo.

Los niveles de rendimiento absoluto son bajos, pero también lo son los impagos previstos

Las tasas de impago de los bonos *high yield* siguen en gran medida el ciclo de crédito. Pero todos los factores únicos que afectan al ciclo actual también están cambiando las probabilidades de futuros impagos. La tasa de impago prevista se disparó conforme se desarrollaba la crisis de la covid-19, pero luego se moderó en la segunda mitad de 2020. En la actualidad, se prevé que las tasas de impago marquen nuevos mínimos. JPMorgan prevé actualmente una tasa de impagos del 0,65% para el mercado *high yield* estadounidense en 2021.²

En junio de 2021, sólo dos empresas calificadas por la agencia de calificación de crédito Moody's incurrieron en impago, lo que sitúa el recuento global de impagos en 28 en el primer semestre del año, alrededor de una cuarta parte de los 114 impagos del mismo

periodo del año anterior. Un dato favorable también si se compara con 2019, cuando Moody's registró 49 impagos en la primera mitad del año y 56 en la segunda mitad.³

Para hacernos una idea de lo históricas que son estas previsiones, el mercado *high yield* tiene una «tasa de impago friccional» teórica, que es la tasa a la que es probable que las empresas incumplan independientemente del ciclo. En teoría, por muy positivo que sea el entorno, un cierto porcentaje de los bonos *high yield* tendrá problemas (p. ej., productos o servicios anticuados, un exceso de deuda, una rápida disrupción de los competidores o un fraude total). Estimamos que la tasa de fricción se sitúa en una media del 1%-2% anual a lo largo del tiempo. Más del doble de la tasa de impago prevista actualmente. Los bonos *high yield* podrían entrar en un periodo de impagos mínimo histórico en un futuro próximo.

Los bajos tipos reales están ayudando

El enigma de cómo podemos tener unos rendimientos bajos de la deuda pública y, al mismo tiempo, miedo a la inflación es un reflejo del rompecabezas de cómo podemos tener unos rendimientos reales (tan) bajos. Hay un viejo dicho según el cual «cuando todo el mundo en el mercado habla de algo, su riesgo ya está descontado». En efecto, la tasa de inflación prevista en los bonos del Tesoro a 5 años protegidos contra la inflación (TIPS) ha oscilado entre el 2,3% y el 2,5% hasta junio y julio de 2021. Es decir, el mercado ya espera que la inflación en los próximos cinco años sea superior al 2%, por encima del objetivo de la Fed, incluso teniendo en cuenta la diferencia entre el IPC y las medidas del gasto de consumo personal (PCE) subyacente.⁴

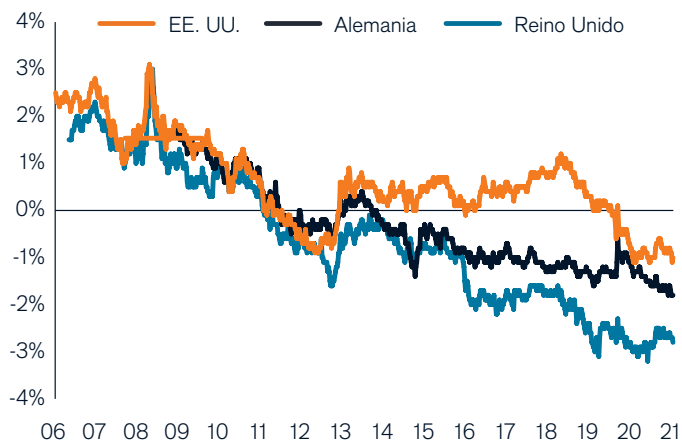
² Fuente: JPMorgan, 2021 Mid-year High yield Bond and Leveraged Loan Outlook, 28 de junio de 2021.

³ Fuente: Moody's, número de emisores corporativos en impago, julio de 2021.

⁴ Téngase en cuenta que normalmente hay una pequeña «cuña» entre el índice de precios al consumo (IPC) utilizado en los cálculos de los TIPS y el gasto de consumo personal (PCE) subyacente, que es el objetivo de la Fed.

Con las expectativas de inflación ya altas y los rendimientos nominales de la deuda pública a 10 años en torno al 1,4% de media en los últimos dos meses, el rendimiento real (nominal – inflación) se sitúa en torno al -1,1%. Este nivel de rendimientos reales negativos es relativamente nuevo para los inversores estadounidenses, pero en Europa se da desde hace una década.

Gráfico 5. Rendimientos reales de la deuda pública a 10 años



Fuente: Bloomberg, rendimientos reales genéricos a 10 años, del 21 de julio de 2006 al 21 de julio de 2021.

La tendencia de los rendimientos reales es importante, porque son un factor de predicción a medio plazo de los impagos y las tensiones del crédito. Con unos tipos reales negativos, muchas empresas pueden pedir préstamos a tipos inferiores al crecimiento previsto de sus ingresos. Por decirlo claramente, haría falta una cantidad poco habitual de errores de gestión para fracasar cuando se tiene acceso al capital y se puede pedir prestado a los tipos actuales.

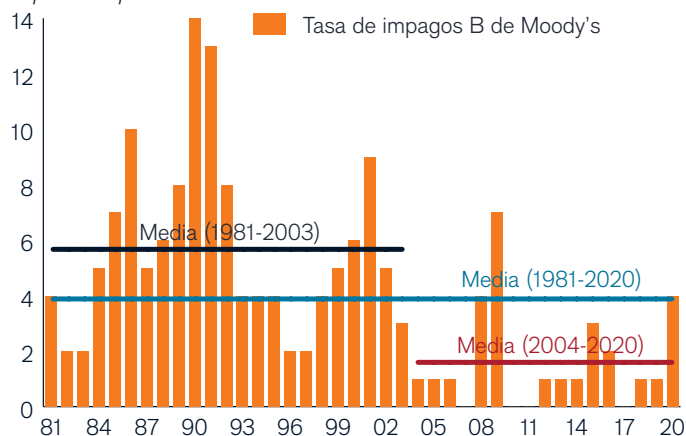
Un aumento sostenido de los rendimientos reales cambiaría esta situación, pero requeriría una inversión de los factores estructurales a largo plazo que han deprimido los tipos de equilibrio, como el exceso de ahorro mundial, el envejecimiento demográfico y la productividad tecnológica. De momento, estas tendencias estructurales desinflacionistas permanecen intactas.

¿Existe ahora un *Fed put* para la deuda corporativa?

La política de los bancos centrales evoluciona con el tiempo, pero la tendencia ha sido proporcionar un apoyo cada vez mayor a los mercados financieros. El famoso *put* de Greenspan hizo confiar a los mercados de renta variable de que había un nivel de caída que la Fed no toleraría. Si las cosas se ponían demasiado mal, Alan Greenspan (presidente de la Fed en aquel momento) les rescataría con una relajación monetaria contundente. Los posteriores responsables de los bancos centrales, durante y después de la crisis financiera global, se hicieron eco de este planteamiento, extendiéndolo al sistema bancario, y la «expansión cuantitativa» se convirtió en algo aceptable. Los bancos centrales de todo el mundo se dedicaron a comprar bonos corporativos además de deuda pública. Con la covid-19, la Fed empezó incluso a comprar bonos *high yield*, aunque a pequeña escala. Creemos que la política de los bancos centrales puede haber cruzado un punto de inflexión. Actualmente, las empresas están tan endeudadas que, en conjunto, son demasiado grandes para quebrar.

Gráfico 6. Los ciclos de impago son menos pronunciados

Los bancos centrales temen un alto peso de la deuda y su capacidad para diseñar un desenlace ordenado



Fuente: Deutsche Bank, Moody's, de 1981 a 2020, Deutsche Bank Default Study, 26 de abril de 2021. Tasas de impago por año natural y tasas medias de impago durante periodos de tiempo determinados.

Desde el punto de vista de los responsables de los bancos centrales, las recesiones son saludables. Las empresas con unos modelos de negocio deficientes o una deuda excesiva son eliminadas por la «destrucción creativa». Pero la recesión de la covid-19 introdujo programas de capital patrocinados por la Fed para prestar a las empresas con problemas. El resultado fue un nivel de endeudamiento empresarial aún mayor. ¿Ofrecerá la Fed aún más apoyo en la próxima crisis? ¿Hay un *put* en los bonos corporativos? Si es así, las tasas de impago pueden y deben ser siempre más bajas.

Nuestras conclusiones:

- **El endurecimiento ordenado puede asumirse:** La Fed está decidida a consolidar la recuperación y evitará subir los tipos de forma preventiva. La reducción de las compras de activos será la primera medida, pero será gradual, dada la incertidumbre relacionada con la solidez del crecimiento económico y el éxito en la lucha contra la covid-19. El mayor riesgo es que la inflación persista y los bancos centrales se vean obligados a ponerse al día con un endurecimiento más contundente.
- **La baja probabilidad de una crisis de crédito debería sostener las valoraciones:** Nuestro semáforo apunta a una baja tensión en los mercados de crédito, puesto que las empresas tienen acceso al capital y los costes de los préstamos son bajos.

Las valoraciones reflejan un entorno de exceso de ahorro que mantiene los rendimientos de los bonos en niveles bajos. Es probable que esto provoque una demanda continua de bonos *high yield*, ya que los inversores buscan rentabilidad, y coincide con nuestra opinión de que los diferenciales del *high yield* ofrecen un mayor atractivo que el *investment grade* desde el punto de vista histórico, ajustado a la calidad de crédito.

- **Ciclos de impago menos pronunciados.** Atentos a la elevada carga de la deuda, los responsables de los bancos centrales probablemente mantendrán una política monetaria flexible. Los bajos rendimientos reales y las bajas tasas de impago pueden mantenerse durante un tiempo. La Fed puede haber establecido una opción de venta de bonos corporativos.

El Grupo de Estrategia de Inversión (Investment Strategy Group, ISG) de Janus Henderson reúne a profesionales de la inversión de toda la plataforma de renta fija global y otros equipos de Janus Henderson, constituyendo un foro de análisis y debate de las áreas clave de asignación de activos de renta fija y perspectiva macroeconómica, incluidos tipos y divisas. Está pensado para reunir nuestras mejores ideas en todo el mundo y ayudar en la toma de decisiones de los gestores de cartera en materia de posicionamiento y asignación del riesgo. El ISG Insight pretende ofrecer un resumen del reciente debate dentro del grupo.

PARA MÁS INFORMACIÓN, VISITE [JANUSHENDERSON.COM](https://www.janushenderson.com)

Janus Henderson
INVESTORS

Los puntos de vista que aquí figuran corresponden a la fecha de publicación. Se ofrecen exclusivamente con fines informativos y no deben considerarse ni utilizarse como asesoramiento de inversión, jurídico o fiscal ni como oferta de venta, solicitud de una oferta de compra o recomendación para comprar, vender o mantener ningún valor, estrategia de inversión o sector de mercado. Nada de lo incluido en el presente material debe considerarse una prestación directa o indirecta de servicios de gestión de inversión específicos para los requisitos de ningún cliente. Las opiniones y los ejemplos se ofrecen a efectos ilustrativos de temas más generales, no son indicativos de ninguna intención de operar, pueden variar y podrían no reflejar los puntos de vista de otros miembros de la organización. No se pretende indicar o dar a entender que cualquier ilustración/ejemplo mencionado forma parte o formó parte en algún momento de ninguna cartera. Las previsiones no pueden garantizarse y no es seguro que la información proporcionada sea completa o puntual, ni hay garantía con respecto a los resultados que se obtengan de su uso. A no ser que se indique lo contrario, Janus Henderson Investors es la fuente de los datos y confía razonablemente en la información y los datos facilitados por terceros. **Las rentabilidades pasadas no garantizan resultados futuros. La inversión conlleva riesgo, incluida la posible pérdida de capital y la fluctuación del valor.**

No todos los productos o servicios están disponibles en todas las jurisdicciones. El presente material o la información contenida en él podrían estar restringidos por ley y no podrán reproducirse ni mencionarse sin autorización expresa por escrito, ni utilizarse en ninguna jurisdicción o en circunstancias en que su uso resulte ilícito. Janus Henderson no es responsable de cualquier distribución ilícita del presente material a terceros, en parte o su totalidad. El contenido de este material no ha sido aprobado ni respaldado por ningún organismo regulador.

Janus Henderson Investors es el nombre bajo el cual las entidades que se indican ofrecen productos y servicios de inversión en las siguientes jurisdicciones: (a) en **Europa**, Janus Capital International Limited (n.º de registro 3594615), Henderson Global Investors Limited (n.º de registro 906355), Henderson Investment Funds Limited (n.º de registro 2678531), Henderson Equity Partners Limited (n.º de registro 2606646), (cada una de ellas registrada en Inglaterra y Gales en 201 Bishopsgate, Londres EC2M 3AE y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera) y Henderson Management S.A. (n.º de registro B22848 at 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Luxemburgo y regulada por la Commission de Surveillance du Secteur Financier); (b) en **EE. UU.**, los asesores de inversión registrados ante la SEC filiales de Janus

Henderson Group plc; (c) en **Canadá**, a través de Janus Capital Management LLC solo para inversores institucionales de determinadas jurisdicciones; (d) en **Singapur**, Janus Henderson Investors (Singapore) Limited (número de registro de la sociedad: 199700782N). Este anuncio o publicación no ha sido revisado por la Autoridad Monetaria de Singapur; (e) en **Hong Kong**, Janus Henderson Investors Hong Kong Limited. Este material no ha sido revisado por la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong; (f) en **Taiwán (República de China)**, Janus Henderson Investors Taiwan Limited, (con funcionamiento independiente), Suite 45 A-1, Taipéi 101 Tower, No. 7. Sec. 5, Xin Yi Road, Taipéi (110). Tel.: (02) 8101-1001. Número de licencia SICE autorizada 023, emitida en 2018 por la Comisión de Supervisión Financiera; (g) en **Corea del Sur**, Janus Henderson Investors (Singapore) Limited, exclusivamente para Inversores profesionales cualificados (según se definen en la Ley de servicios de inversión financiera y mercados de capitales y sus subreglamentos); (h) en **Japón**, Janus Henderson Investors (Japan) Limited, regulada por la Agencia de Servicios Financieros y registrada como Entidad de servicios financieros que realiza actividades de gestión de inversión, asesoramiento de inversión y actividad de agencia y actividades de instrumentos financieros de tipo II; (i) en **Australia y Nueva Zelanda**, Janus Henderson Investors (Australia) Limited (ABN 47 124 279 518) y sus entidades relacionadas, incluida Janus Henderson Investors (Australia) Institutional Funds Management Limited (ABN 16 165 119 531, AFSL 444266) y Janus Henderson Investors (Australia) Funds Management Limited (ABN 43 164 177 244, AFSL 444268); (j) en **Oriente Medio**, Janus Capital International Limited, regulada por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái como Oficina de representación. No se realizarán transacciones en Oriente Medio y cualquier consulta deberá dirigirse a Janus Henderson. Las llamadas telefónicas podrán ser grabadas para nuestra mutua protección, para mejorar el servicio al cliente y a efectos de mantenimiento de registros reglamentario.

Fuera de EE. UU.: Para uso exclusivo de inversores institucionales, profesionales, cualificados y sofisticados, distribuidores cualificados, inversores y clientes comerciales, según se definen en la jurisdicción aplicable. Prohibida su visualización o distribución al público. Exclusivamente con fines promocionales.

Janus Henderson, Janus, Henderson, Perkins, Intech, Knowledge Shared y Knowledge Labs son marcas comerciales de Janus Henderson Group plc o una de sus filiales. © Janus Henderson Group plc.