

El dilema de la inflación: ¿qué va a pasar ahora con los bancos centrales y la renta fija?

Marzo de 2022

Comunicación Publicitaria | Exclusivamente para inversores profesionales | Prohibida su distribución a terceros

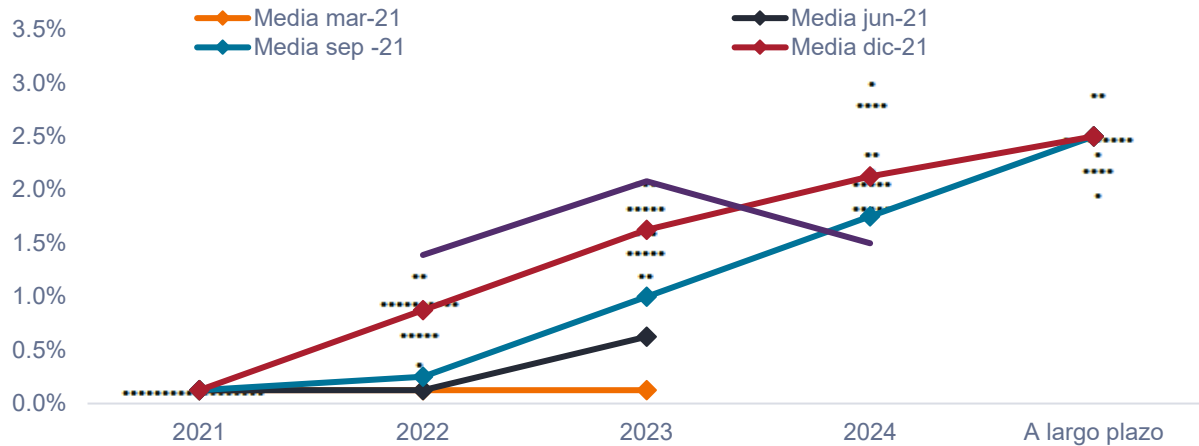
Con la inflación en los máximos de la década, los bancos centrales se encuentran ante el dilema de tener que responder a la realidad actual y tratar que predecir cuál será la inflación y el entorno económico a medio plazo. En este documento, Jim Cielinski, director Global de Renta Fija, analiza los posibles obstáculos y el impacto en la renta fija. Los principales temas, entre otros, son:

- ▶ La evolución del cambio ante la duda de los responsables de los bancos centrales sobre su propio relato de inflación «pasajera», además de la creciente divergencia a nivel de políticas.
- ▶ La posibilidad de que se cometan errores en la política en la medida en que las economías se adaptan al estímulo de la reapertura, pero se enfrentan a los obstáculos resultantes del lastre fiscal, la reducción de los ingresos reales y las crecientes presiones de los costes para las empresas.
- ▶ Las posibles consecuencias para los activos crediticios sensibles a los tipos y de mayor riesgo.

Cambio de rumbo

Como afirmó el estratega militar prusiano Helmuth von Moltke («el Viejo») en el siglo XIX, «ningún plan sobrevive al contacto con el enemigo». Para los bancos centrales que luchan contra la elevada inflación, sus expectativas y cambios en sus políticas han tenido que someterse a una drástica revisión. Hace solo un año, en su reunión de marzo de 2021, la Reserva Federal estadounidense (Fed) aún preveía que no habría subidas de tipos en 2023, y no digamos ya en 2022, según la media del gráfico de puntos de las previsiones de los responsables de dicha institución. En el gráfico de puntos más reciente (de diciembre de 2021, que se muestra a continuación), la Fed indicada tres subidas de tipos en 2022 y cabía esperar una revisión al alza en la reunión de la Fed de marzo de 2022. El giro de 180 grados de la Fed solo ha sido superado por el mercado, que el 10 de febrero de 2022 —inmediatamente después de la publicación del índice de precios al consumo (IPC) de EE. UU. del 7,5%— preveía casi siete subidas de 25 puntos básicos (pb) por parte de la Fed este año.¹ Si tomamos como referencia de mercado los futuros de los fondos de la Fed, se espera que esta acelere el endurecimiento de su política monetaria este año, aunque lo relajará en 2024.

Gráfico 1. Previsiones medias del gráfico de puntos de la Fed



Fuente: Bloomberg, Reserva Federal de EE. UU., 28 de febrero de 2022 ¹ Fuente: Bloomberg, probabilidades de los tipos de interés mundiales, 10 de febrero de 2022.

Hecho consumado

Parece extraño que la Fed emprenda una relajación cuantitativa en febrero, cuando la inflación del IPC estadounidense supera el 7%, y que al mismo tiempo prepare el mercado para una subida de los tipos de interés en marzo con el fin de aplacar la inflación. La Fed ha caído en la trampa que ella misma ha creado. Su adopción del objetivo de inflación media flexible (FAIT), anunciada en agosto de 2020, suponía que la Fed estaba preparada para tolerar una inflación superior a la media para equilibrar los periodos de inflación inferior a la media. De ahí que dedicara gran parte de 2021 a calificar de «pasajera» la inflación, pues estaba convencida de que la inflación del sistema se debía en gran medida al extraordinario desajuste entre la demanda y la oferta provocado por la covid-19. La baja inflación de 2020, junto con las expectativas de que esta volvería a bajar en un par de años, ofreció margen para este enfoque medido con el fin de eliminar la flexibilidad de la política monetaria.

Se nos advirtió que la Fed toleraría una mayor inflación y hay algunas concesiones útiles. Tras el periodo de disrupción relacionada con la covid-19, una racha de inflación permite a las empresas cierto margen para impulsar las subidas de precios y ayudar a compensar las pérdidas de los últimos años. En segundo lugar, los precios más altos alientan la oferta y reducen la demanda, lo que contribuye a acelerar la vuelta al equilibrio en los mercados que se han desequilibrado. En tercer lugar, reduce el valor real de la deuda de tipo fijo, lo que resulta oportuno, puesto que el endeudamiento de empresas y gobiernos se disparó durante la pandemia.

A cambio, el aumento del coste de la vida tiende a afectar más a las personas con menores ingresos, dada la actual propensión a la inflación de los artículos no discrecionales, como los alimentos, la energía y el alquiler. En segundo lugar, aumenta los costes de las empresas, que si no pueden repercutirlos en su totalidad a los clientes finales, acabarán afectando a los beneficios y podrían requerir mayores niveles de capital circulante. En tercer lugar, la deuda de tipo variable se encarecerá para las familias, las empresas y los gobiernos. Países como el Reino Unido, con una alta proporción de deuda pública indexada (21% a finales de diciembre de 2020)² son más vulnerables a esto último.

Todo con moderación. Para las economías, podría decirse que una ligera inflación resulta más atractiva que una ligera deflación, pues un suave aumento de los precios alienta el consumo. Sin embargo, con una inflación excesiva, los costes superan a los beneficios, por lo que los bancos centrales han asumido como regla general un nivel aceptable de inflación interanual del 2%. A medida que la inflación seguía subiendo, los mercados se convencieron de que la Fed se había quedado atrás y que finalmente tendría que cambiar su postura.

¿Quién se ha quedado atrás?

Los mercados no esperan. Básicamente, se han adelantado a la Fed, descontando unas condiciones financieras más estrictas antes de que el banco central haya realizado una subida real. Así se evidencia en los mercados de tipos, donde rendimientos de la deuda a corto plazo han subido muy rápido en los últimos meses,

los tipos de las hipotecas se han disparado y los diferenciales de crédito se han ampliado ante la preocupación por un crecimiento posiblemente más débil y una menor liquidez.

Gráfico 2. Tabla de movimientos del mercado

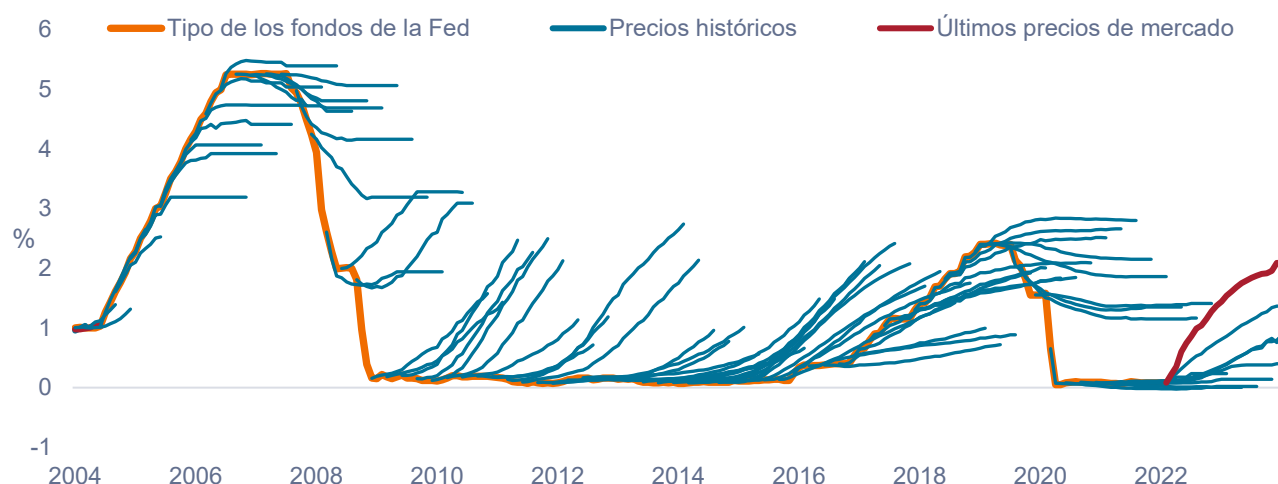
Índice	30 jun 2021	31 dic 2021	Actual (28 feb 2022)
Rendimiento de los bonos del Tesoro de EE. UU. a 2 años, %	0,24	0,66	1,42
Rendimiento de los bonos del Tesoro de EE. UU. a 10 años, %	1,44	1,50	1,85
Tipo de interés hipotecario a 30 años de EE. UU., %	3,02	3,11	3,89
Diferencial de crédito de la duda corp. de EE. UU. con calificación BB (pb)	107	121	160
Diferencial de crédito de la duda corp. de EE. UU. con calificación B (pb)	349	351	411

Fuente: Refinitiv Datastream, rendimiento del bono del Tesoro de EE. UU. a 2 y 10 años de referencia, rendimiento al reembolso; tipo hipotecario a 30 años de Freddie Mac; índice ICE BofA US BBB Corporate e índice ICE BofA US B High Yield, diferencial de crédito = diferencial ajustado a opciones con respecto a deuda pública (Govt OAS) en puntos básicos. Un punto básico (pb) es una centésima de punto porcentual (1/100). 1 pb = 0,01%, 100 pb = 1%, a 28 de febrero de 2022.

² Fuente: Informe de gestión de deuda del Tesoro del Reino Unido 2021-2022, marzo de 2021.

La cuestión más importante ahora es si el mercado está calculando correctamente el nivel de endurecimiento monetario. Si echamos la vista atrás, los mercados se mostraron demasiado impacientes al descontar las subidas de tipos en el periodo posterior a la crisis financiera, lo que ayuda a explicar por qué apoyaron inicialmente el relato de una inflación pasajera. Sin embargo, en los dos últimos ciclos de endurecimiento, el mercado subestimó el alcance de las subidas de tipos una vez que la Fed empezó a endurecer su política. Ante la posibilidad de haberse quedado atrás, la Fed podría intentar recuperar el tiempo perdido. El mercado cree ya que el gráfico de puntos de diciembre está desfasado y que la Fed situará el tipo de los fondos cerca del 1,5% a finales de 2022 y por encima del 2% a finales de 2023, pero prevé que a finales de 2024 la Fed dará marcha atrás y volverá a rebajar los tipos.

Gráfico 3. Tipo de los fondos de la Fed y precios a plazo históricos



Fuente: BofA Global Research, Janus Henderson Investors, Bloomberg. Las líneas de los precios históricos indican las expectativas del mercado para el tipo de los fondos de la Fed en los siguientes 24 meses. Los últimos precios del mercado a 28 de febrero de 2022 muestran los precios de los futuros de la Fed hasta el 31 de diciembre de 2023. Los precios de mercado pueden variar y las previsiones no están garantizadas.

¿Qué pensamos nosotros?

Estábamos en el bando de la inflación pasajera, aunque esperábamos una inflación más alta y persistente de lo que preveía la Fed. Pero cambiamos de parecer a raíz de una serie de factores. Era evidente que el aumento de los costes de los alquileres haría probablemente que el IPC estadounidense se mantuviera elevado. Los precios de las materias primas siguen siendo obstinadamente altos y el conflicto en Ucrania probablemente agravará los elevados precios de la energía, que, como coste fundamental de insumos, afecta a los costes en el resto de la economía.

Aunque el conflicto podría hundir los activos de riesgo, es probable que se imponga la preocupación por la alta inflación, aunque esperamos que esta toque techo en los próximos meses. A muy corto plazo, los bancos centrales querrán que se vea que hacen algo, de ahí su giro duro. Con la inflación alta y el desempleo bajo, en nuestra opinión, el hecho de que la Fed dé otro giro y no suba los tipos en marzo dañaría enormemente su credibilidad. Y si no ahora, ¿cuándo? Entre los mercados desarrollados, el Banco de Inglaterra y el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda ya se han adelantado a la Fed al subir los tipos de interés. Los mercados emergentes aún van más avanzados en la senda del endurecimiento, como se destaca en nuestro artículo de investigación «*Resultados divergentes de los mercados emergentes en una recuperación desigual*», disponible en el apartado *Insights* de nuestro sitio web. La gran excepción es China, que parece estar tratando de relajar las restricciones del crédito, tras haber provocado una fuerte desaceleración en los mercados inmobiliarios el año pasado. El Banco Central Europeo (BCE) sigue teniendo que equilibrar los requisitos de las economías en diferentes etapas de crecimiento. Aunque la inflación preocupa en toda la zona euro, lo acontecido en Ucrania y los elevados costes de la energía en toda Europa hacen que el BCE sea reacio a lastrar la economía con unos mayores costes de financiación, por lo que es posible que las subidas de tipos queden fuera de la agenda para 2022.

No obstante, la inflación sigue siendo un impuesto para la economía, por lo que tenemos ciertas dudas sobre la futura solidez de la economía mundial. Creemos que la caída de la inflación a medida que avance 2022, a medida que se dejen notar los efectos de base, junto con la evidencia de la desaceleración del crecimiento, pueden animar a la Fed y a otros a dar marcha atrás en su discurso duro. No nos sorprendería que los rendimientos de la deuda pública a medio plazo volviesen a caer dentro de unos meses. De hecho, normalmente es antes o en el momento de los cambios de discurso de los bancos centrales, por pequeños que sean, cuando los inversores activos pueden tratar de beneficiarse de los desajustes de precios.

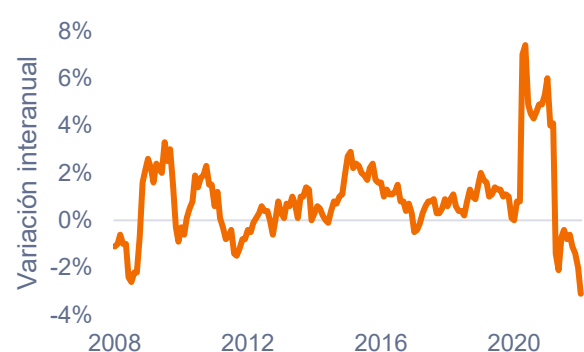
Hay mucho empleo, pero los salarios reales no destacan

A la Fed y otros bancos centrales les interesa bastante evitar una espiral salarial en la que la inflación se afiance en la fijación de precios y las demandas salariales. El mercado laboral es sólido y el crecimiento de los salarios ha aumentado, aunque en general sin seguir el ritmo de la inflación. Si los trabajadores no se sienten mejor —y los efectos de la disminución de la riqueza por las caídas de los mercados de activos pueden agravar la situación—, es difícil prever que el crecimiento económico avance, sobre si el impulso fiscal del gasto público se convierte en un lastre fiscal.

Gráfico 4. Tasa de vacantes de empleo en EE. UU. e índice de costes laborales



Gráfico 5. Salario semanal medio real en EE. UU.



Fuente del gráfico 4: Bloomberg, Oficina de Estadística Laboral de EE. UU., tasa de vacantes de empleo en EE. UU. e índice de costes laborales, del 31 de diciembre de 2006 al 31 de diciembre de 2021. El índice de vacantes de empleo se calcula dividiendo el número de vacantes de empleo entre la suma del empleo y las vacantes, y multiplicando dicho cociente por 100 para obtener una cifra porcentual. El índice de costes laborales mide las variaciones de los costes de remuneración de los empleados (salarios, primas y prestaciones en especie), así como los costes indirectos, como cotizaciones a la seguridad social, prestaciones médicas, impuestos, etc.

Fuente del gráfico 5: Bloomberg, Oficina de Estadística Laboral de EE. UU., salario semanal medio real en EE. UU., % de variación interanual, desestacionalizado, de enero de 2008 a enero de 2022.

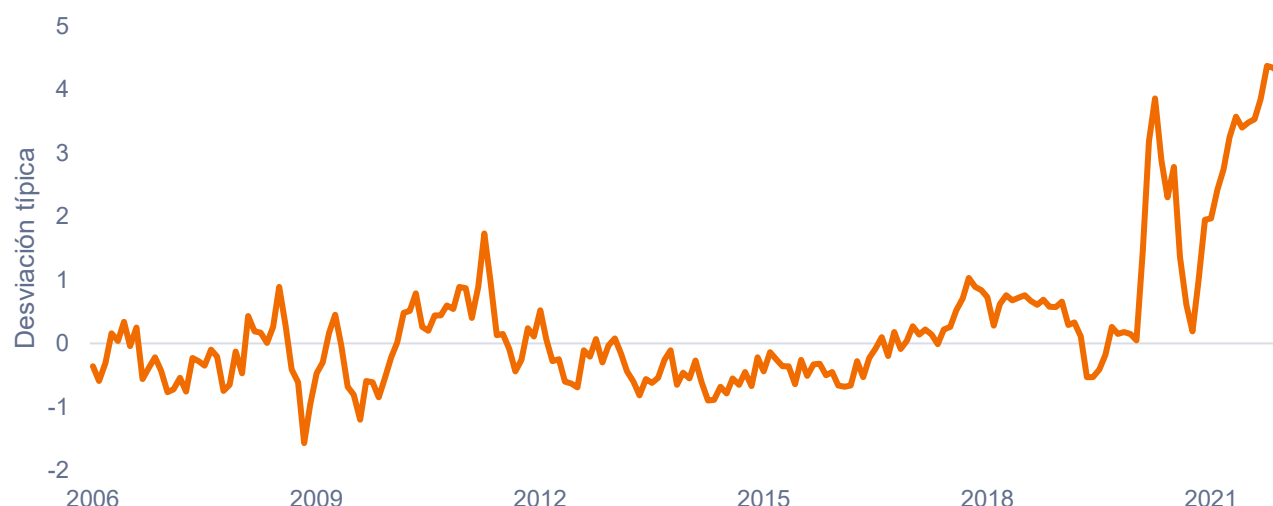
La confianza de los consumidores en EE. UU., el Reino Unido, la zona euro y China se ha deteriorado. Aunque esta situación obedece en parte a las restricciones relacionadas con la covid-19, hay otros factores en juego, como el aumento del coste de la vida. El año pasado, las familias estadounidenses aún seguían recibiendo cheques de estímulo, la mayoría de los cuales se han gastado. El gasto público en proporción al PIB se reducirá a medida que los países traten de frenar el endeudamiento. Aún no está claro que el Senado vaya a aprobar la ley «Build Back Better» del presidente estadounidense Biden e, incluso si lo hace, será a un nivel muy inferior de lo previsto inicialmente. La acumulación de existencias fue un factor clave para el crecimiento en el último trimestre de 2021 y podría ser un lastre en el primer trimestre de 2022. En el Reino Unido, los impuestos a las personas físicas están aumentando. Todos estos factores, junto con el conflicto entre Rusia y Ucrania, pueden contrarrestar parte de la positividad que se espera de unas economías que dejan atrás las restricciones de la covid-19.

Presiones de las cadenas de suministro

Los problemas de la cadena de suministro están mejorando, pero muy lentamente. Como muestra el nuevo índice de New York Fed Global Supply Chain Pressure, se albergaba la esperanza de que los problemas alcanzaran su punto álgido a finales del año pasado. El índice Baltic Dry, que mide el coste de los envíos de materias primas, ha disminuido, pero los índices Harpex sobre el coste de los contenedores de carga se mantienen en niveles elevados. Dado que la covid-19 está desapareciendo como amenaza en Occidente, pero sigue siendo una preocupación en Asia, se espera que los problemas en la cadena de suministro continúen. A la incertidumbre se suma el conflicto entre Rusia y Ucrania. Ambos países son clave en los mercados de energía, metales, cereales y fertilizantes. Más allá de la disrupción inmediata provocada por el conflicto, si las sanciones se endurecen aún más o Rusia decide restringir las exportaciones, podrían surgir nuevas dificultades.

Las presiones sobre las cadenas de suministro pueden moderarse rápidamente, como sucedió entre agosto y octubre de 2020 después de que se relajaran los primeros confinamientos por la covid-19 (véase el gráfico 6), pero una disrupción prolongada implica que la reducción de las presiones de suministro pueda ser menos rápida en el futuro. Las presiones de la cadena de suministro están contribuyendo a la inflación, pero los bancos centrales deberían admitir que los tipos de interés son un instrumento contundente para hacer frente a los costes de la oferta, puesto que solo pueden afectar a la parte de la demanda.

Gráfico 6. Índice New York Fed Global Supply Chain Pressure



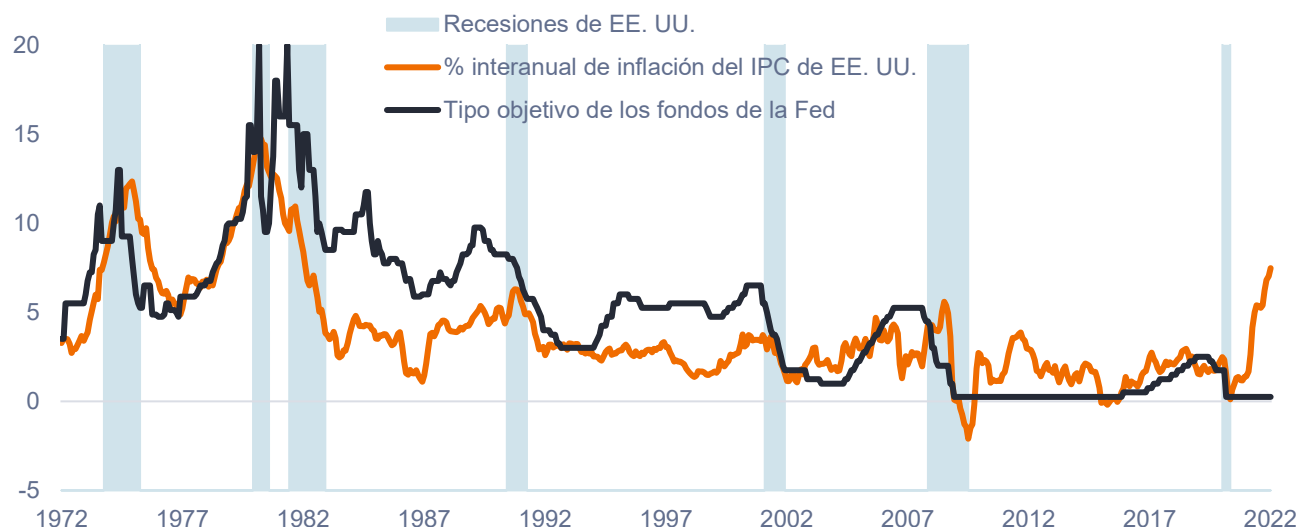
Fuente: Reserva Federal de Nueva York, Bloomberg, de enero de 2006 a diciembre de 2021.

Por consiguiente, las perspectivas generales para la economía global en 2022 parecen más oscura, antes incluso del impacto retardado del aumento de los costes de financiación. ¿Corremos entonces el riesgo de errores en la política?

¿Podría desencadenarse una recesión?

Los bancos centrales estaban dispuestos a dejar que la recuperación tras la covid-19 se afianzara, aunque eso supusiera asumir una mayor inflación. Ahora preocupa que los bancos centrales, al haberse quedado atrás y haberse pasado con la flexibilización, corran el riesgo de desestabilizar la economía endureciendo demasiado su política y provocando una recesión económica. Se trata de un delicado juego de equilibrios que resulta aún más difícil por la incertidumbre relacionada con el conflicto entre Rusia y Ucrania. Así las cosas, con la preocupación por la inflación todavía dominante, de no haber una escalada importante, es difícil que el conflicto desvíe a los bancos centrales de los mercados desarrollados de su senda de endurecimiento. Como vemos en el gráfico siguiente, la combinación de inflación y tipos de interés más altos en el pasado normalmente no ha terminado bien, aunque la economía puede crecer durante periodos prolongados en estas condiciones. Sería insólito entrar en una recesión tan pronto después de una anterior, aunque los primeros años de la década de 1980 fueron la excepción a la regla.

Gráfico 7. Inflación, tipos y recesiones en EE. UU.



Fuente: Janus Henderson Investors, Bloomberg, del 31 de enero de 1972 al 31 de enero de 2022. Las áreas sombreadas muestran los periodos de recesión en EE. UU. según la Oficina Nacional de Investigación Económica.

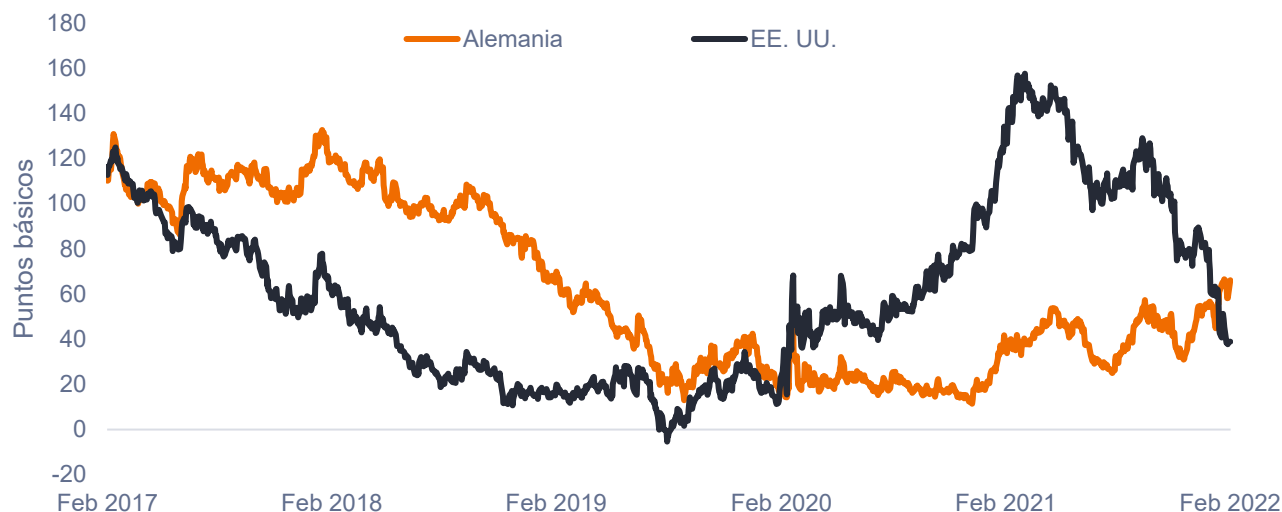
Los mercados están inquietos ante la posibilidad de que la Fed apriete demasiado. El aplanamiento de la curva de tipos de EE. UU., con la subida de los tipos a corto plazo mientras los tipos a medio y largo plazo permanecen relativamente inmóviles o bajan, indica que los mercados de bonos no están convencidos de que la Fed pueda subir hasta su tipo de equilibrio a largo plazo del 2,5%. Suponemos que el tipo neutro —es decir, el tipo coherente con el pleno empleo, el crecimiento tendencial y los precios estables, es decir, ni flexibles ni restrictivos— es inferior al 2,5%, sobre todo por el mayor peso de la deuda en el sistema.

Aplanamiento de la curva de tipos, pero no en todas partes

Es fácil adoptar una visión del mundo centrada en Estados Unidos. Mientras que la curva de tipos estadounidense se ha aplanado considerablemente, la curva alemana exhibe su mayor pronunciamiento de los últimos tres años. Esto refleja la perspectiva de que el BCE no subirá los tipos en 2022. El endurecimiento —o la menor relajación— en la zona euro se llevará a cabo primero reduciendo los programas de compra de activos, aunque la debilidad del crecimiento de la oferta monetaria podría llevar al BCE a retrasar la reducción de la expansión cuantitativa.

Gráfico 8. La curva de tipos alemana se ha pronunciado, mientras que la de EE. UU. se ha aplanado

Divergencia del diferencial de la deuda pública a 2 y 10 años



Fuente: Bloomberg, divergencia de diferencial entre la deuda pública a 2 y 10 años, de 28 de febrero de 2017 a 28 de febrero de 2022.

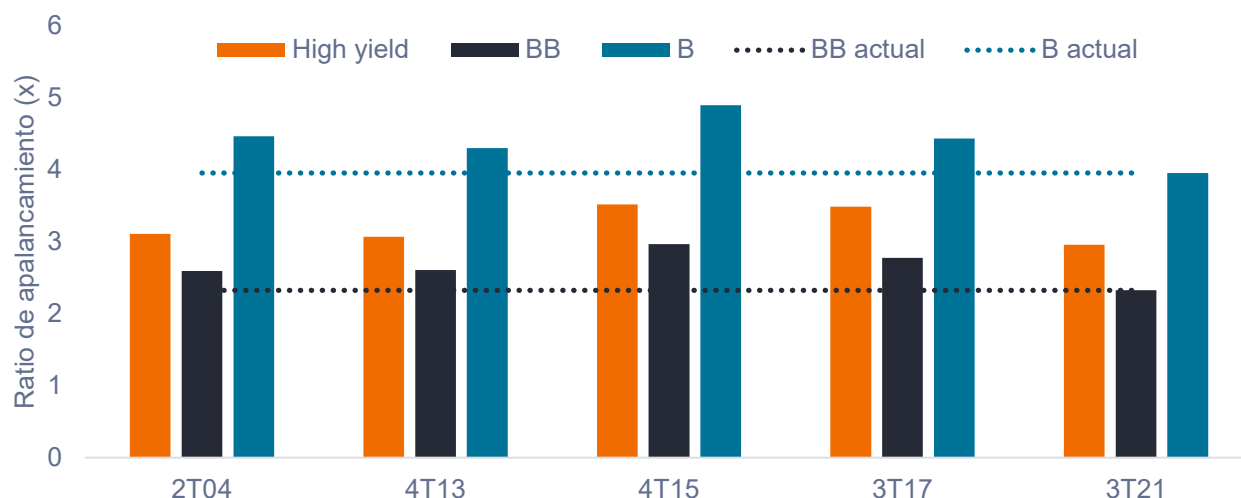
Por consiguiente, los tramos cortos de la curva de tipos de EE. UU. empiezan a resultar atractivos, sobre todo si nuestra perspectiva de que un crecimiento más débil y la caída de la inflación desde su máximo provocan una reevaluación del ritmo de endurecimiento del banco central. Las actas de la reunión de política monetaria de la Fed de diciembre de 2021 se referían también a cómo las reducciones del balance de la Fed (endurecimiento cuantitativo) podrían utilizarse en paralelo a los cambios en los tipos de interés para limitar el aplanamiento de la curva de tipos durante la normalización de la política. Esperamos obtener más información en la reunión de política monetaria de marzo sobre si las reducciones del balance podrían empezar y cuándo, pero, al menos de momento, pensamos que las decisiones sobre el endurecimiento cuantitativo de EE. UU. permanecen relativamente aisladas del conflicto entre Rusia y Ucrania.

Perspectiva del crédito

Los fundamentos del crédito siguen siendo sólidos. La mayoría de los beneficios han sido sólidos y las perspectivas de impago siguen siendo bajas. No obstante, los diferenciales de crédito se han ampliado. Esto podría reflejar una menor confianza en el crecimiento en el futuro. Puede que los beneficios no estén en máximos, pero su crecimiento se está ralentizando claramente. En la última temporada de publicación de informes trimestrales, las previsiones de las empresas han sido menos alentadoras, dado el aumento de las presiones de los costes. La geopolítica habrá influido, pero también el nerviosismo por la posibilidad de que los bancos centrales sofoquen el crecimiento.

Los diferenciales de crédito europeos se han ampliado más que los de EE. UU.³ Esto podría reflejar una mayor incertidumbre acerca de las consecuencias del conflicto entre Rusia y Ucrania, habida cuenta de los mayores vínculos económicos entre Rusia y Europa y los consiguientes daños que las sanciones impuestas a Rusia supondrán para las empresas europeas. Curiosamente, desde los mínimos recientes, la ampliación de los diferenciales de crédito, como proporción del diferencial inicial, ha sido relativamente mayor en el *investment grade* que en el *high yield*.³ Esto obedece en parte al endurecimiento inicial del *investment grade*, pero también por la composición de los mercados, ya que el mayor peso del *high yield* en el sector de la energía ayuda a diluir los daños. El *high yield* entra en el actual ciclo de endurecimiento con un apalancamiento neto en mínimos históricos (deuda como múltiplo de los beneficios antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones). Pero hay que tener en cuenta que, si los costes no se pueden repercutir, el apalancamiento neto podría empezar a aumentar de nuevo si los beneficios disminuyen.

Gráfico 9. El apalancamiento neto del *high yield* estadounidense nunca ha sido tan bajo al inicio de un ciclo de endurecimiento monetario reciente



Fuente: Morgan Stanley Research, Bloomberg, S&P Capital IQ, 2004 = subida de tipos, 4T13 = *taper*, 4T15 = subida de tipos, 3T17 = endurecimiento cuantitativo, 21 de enero de 2022.

³ Fuente: Índice Bloomberg, ICE BofA US Corporate, índice ICE BofA Euro Corporate, índice ICE BofA US High Yield, índice ICE BofA Euro High Yield, diferencial ajustado a opciones con respecto a deuda pública (Govt OAS), movimientos del diferencial en el semestre cerrado a 28 de febrero de 2022.

A corto plazo, los valores de tipo variable pueden suponer una inversión más atractiva, pero los inversores deben tener en cuenta que, a largo plazo, los tipos más altos conllevan un mayor riesgo de crédito para las empresas con importantes niveles de deuda a tipo variable.

RESUMEN

El trágico conflicto entre Rusia y Ucrania no debería alterar en gran medida la senda de la política de los bancos centrales. La inquietud por la inflación seguirá dominando, asegurando que se adopten las medidas de endurecimiento que se han apuntado claramente en los últimos meses. Sin embargo, creemos que el crecimiento más débil a medida que avance el año moderará en cierto modo el discurso duro.

- ▶ Los bancos centrales se han quedado atrás, pero corren el riesgo de que la economía se vea afectada si se endurecen demasiado su política ante el crecimiento más débil.
- ▶ El riesgo geopolítico tiende a estabilizarse rápidamente y, aparte de los países y las empresas directamente implicados, no debería dejar una prima de riesgo duradera en los activos.
- ▶ Creemos que empieza a surgir valor en los tipos, sobre todo en los tramos cortos de la curva estadounidense, si acertamos con nuestra evaluación de la economía.
- ▶ La ampliación de los diferenciales de crédito está creando áreas de valor, pero los crecientes indicios de que los bancos centrales están volviendo a cambiar el discurso deberían ofrecer una señal de compra

INFORMACIÓN IMPORTANTE

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 son un pronóstico de rentabilidades futuras. 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 Henderson Investors US 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. Comunicación Comercial

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