

Global Investors Series plc.

Noviembre de 2018

---

# Análisis del mercado y la rentabilidad

---

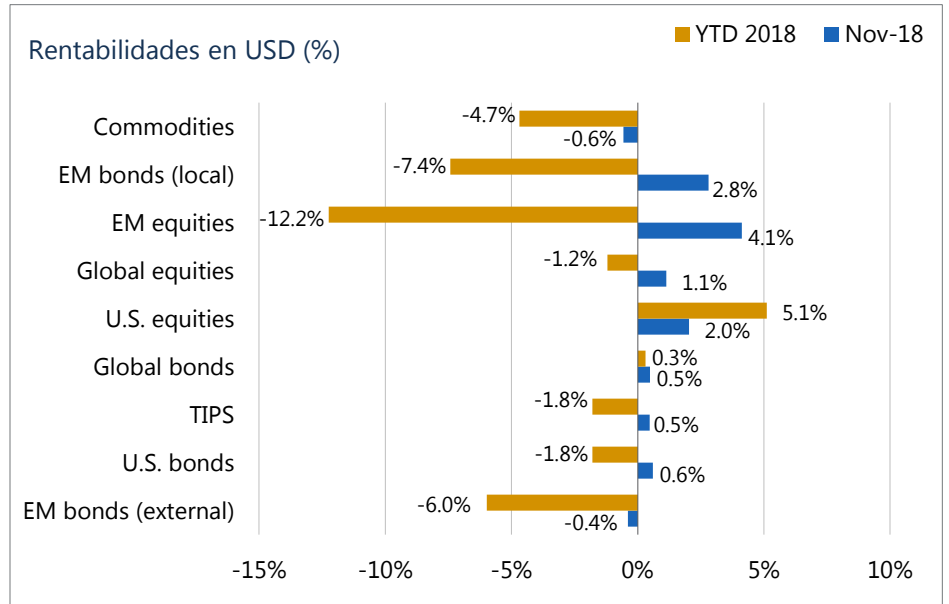
Noviembre fue un mes cargado de acontecimientos para los mercados. Los tipos de interés de los principales mercados registraron una tendencia a la baja, mientras que los diferenciales crediticios se ampliaron, puesto que los inversores seguían buscando activos considerados «seguros». La renta variable tuvo un comportamiento dispar, y los mercados emergentes y estadounidenses superaron a Europa. Los precios del petróleo descendieron un 20% a causa del aumento de la producción. En el frente político, el borrador del acuerdo sobre el «brexit» de Theresa May recibió la aprobación de los líderes de la UE, pero encontró oposición dentro de sus propias fronteras. Está previsto que el parlamento británico vote sobre el acuerdo en enero. Por lo que respecta al resto de Europa, la Comisión Europea rechazó formalmente el presupuesto de Italia tras la decisión del Gobierno de no revisar a la baja su objetivo de déficit. En cuanto a Estados Unidos, las elecciones de mitad de mandato coparon los titulares. El Partido Demócrata recuperó la mayoría en la Casa de Representantes, mientras que el Partido Republicano defendió su mayoría en el Senado e incluso consiguió más escaños. Dada la división existente en el Gobierno, muchos esperan más riesgos de cola políticos.

Exclusivamente para uso profesional

LOS ACTIVOS DE RIESGO PROTAGONIZAN UNA MODESTA RECUPERACIÓN TRAS UN «OCTUBRE ROJO»

La mayor parte de los activos de riesgo se recuperaron ligeramente tras la espiral de ventas observada en el mercado el mes pasado, si bien se produjeron grandes divergencias. Por ejemplo, la deuda emergente en divisa local y la renta variable emergente recuperaron parte de las pérdidas sufridas, mientras que la deuda emergente en divisa extranjera volvió a ceder terreno. El petróleo se anotó uno de sus peores meses de la última década, si bien el resultado de las materias primas en conjunto fue tan solo ligeramente negativo.

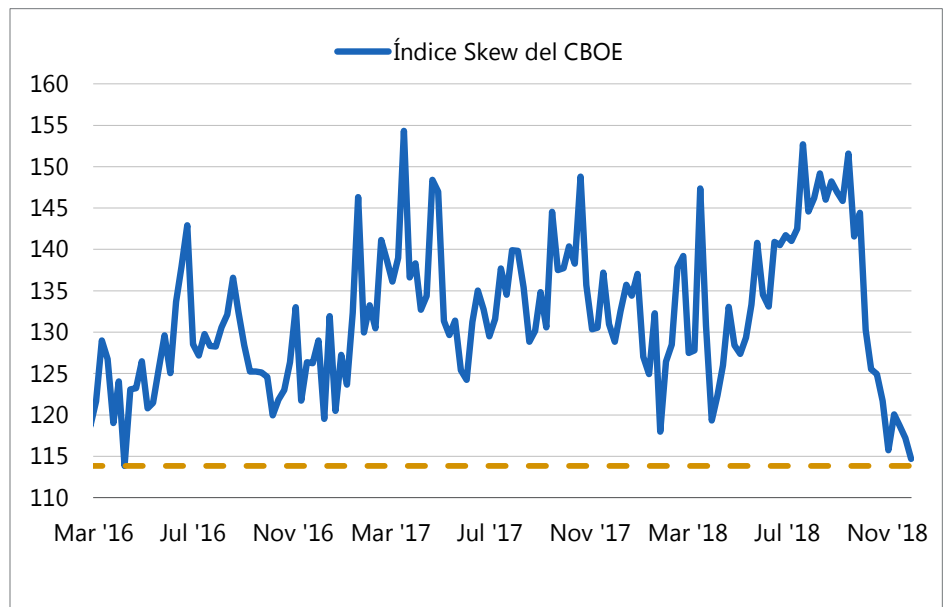
Noviembre resultó ser un mes más favorable para los inversores.



Fuente: Bloomberg, PIMCO a 30 de noviembre de 2018. Renta variable de los mercados emergentes, representada por el índice MSCI EM; renta variable mundial representada por el índice MSCI World; renta variable estadounidense representada por el S&P 500; renta fija de los mercados emergentes (en moneda local) representada por el índice JPM GBI-EM Global Div Unhedged; renta fija de los mercados emergentes (en moneda extranjera) representada por el JPM EMBI Global; renta fija de Estados Unidos representada por el índice Bloomberg Barclays U.S. Aggregate; TIPS representados por el índice Bloomberg Barclays U.S. TIPS; renta fija mundial representada por el índice Bloomberg Barclays Global Aggregate (cubierto en USD); y las materias primas representadas por el índice Bloomberg Commodity TR. Rentabilidades en USD (%).

Cobertura más asequible frente a un evento desfavorable en la renta variable estadounidense

El índice Skew mide las expectativas del mercado de que se produzca un evento de riesgo de cola y, por tanto, suele emplearse como un indicador de la confianza de los inversores. El índice representa el coste de cobertura teniendo en cuenta la volatilidad implícita entre las opciones de venta y de compra del S&P 500. Si la volatilidad implícita de las opciones de venta se reduce en comparación con los contratos de compra (call), el índice Skew baja, lo que indica un abaratamiento de la cobertura y una menor probabilidad de que se produzca un evento de cola.

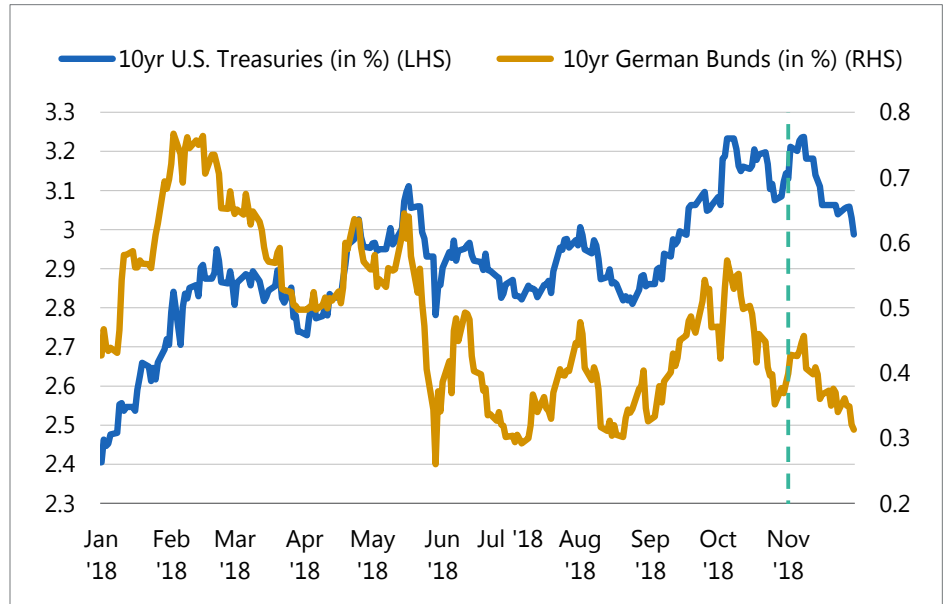


Fuente: Bloomberg, a 30 de noviembre de 2018

LOS TIPOS DE LOS PRINCIPALES MERCADOS SUBEN Y LOS DIFERENCIALES CREDITICIOS SE AMPLÍAN

Los tipos estadounidenses y alemanes se anotaron avances durante el último mes habida cuenta de la continua demanda de activos considerados «refugios seguros». Además, los mercados interpretaron como más acomodaticias las declaraciones de Powell, presidente de la Reserva Federal, lo que apuntaló aún más los bonos del Tesoro de Estados Unidos.

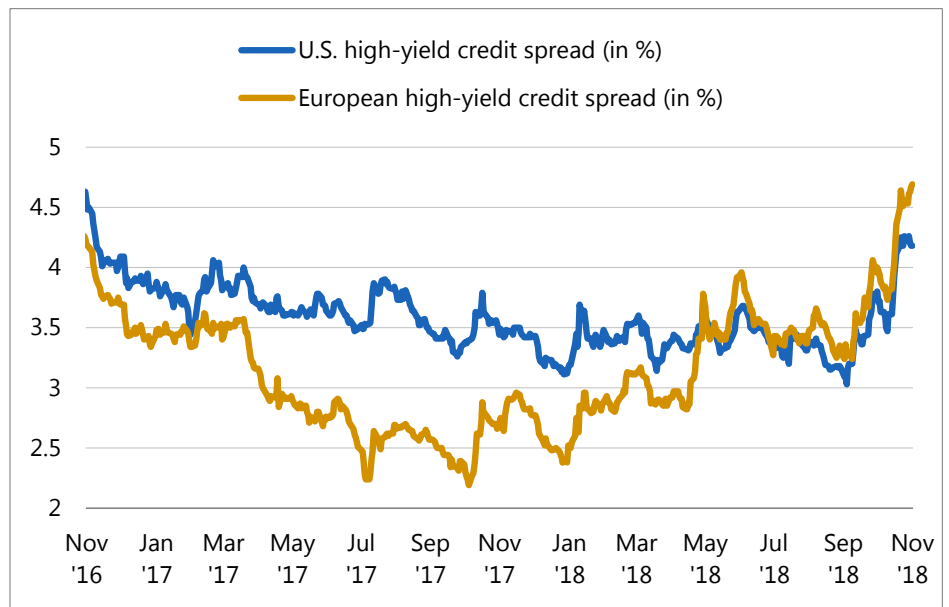
La deuda pública de alta calidad repunta



Fuente: Bloomberg, a 30 de noviembre de 2018

La prima de riesgo de los bonos de high yield en Europa y EE. UU. ha aumentado alentada por el alza de los tipos, la posible desaceleración del crecimiento y el desplome de los precios del petróleo. En estos momentos, la deuda high yield estadounidense ofrece un diferencial de alrededor del 4,2% frente a los bonos del Tesoro de Estados Unidos, mientras que los diferenciales del crédito high yield europeo se sitúan alrededor del 4,7% en USD.

Mientras los diferenciales del alto rendimiento se amplían

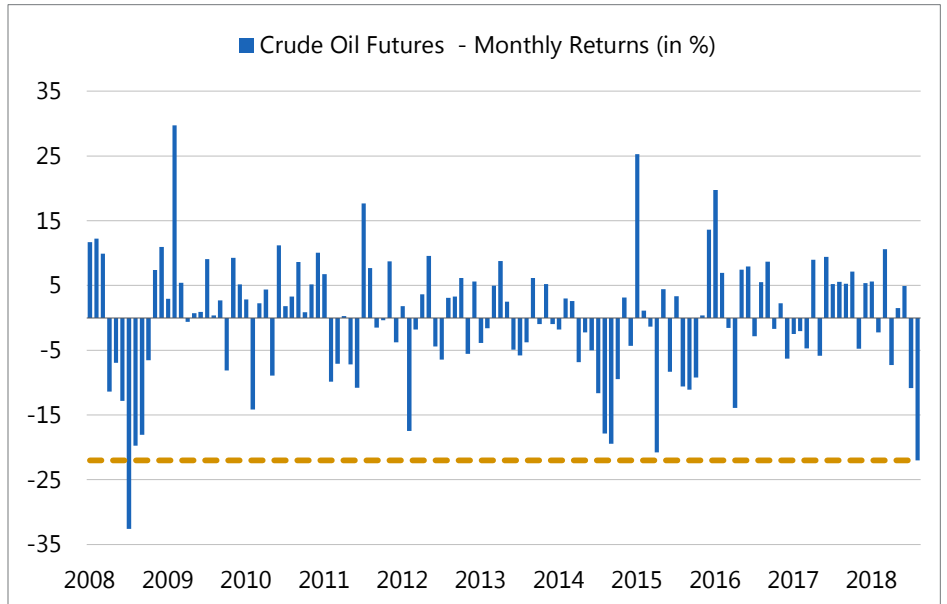


Fuente: Bloomberg, a 30 de noviembre de 2018

UN MES COMPLICADO PARA EL PETRÓLEO MIENTRAS QUE EL PALADIO AMENAZA AL ORO

El reciente descenso del petróleo (de alrededor del 22%) puede sugerir que actualmente existe un exceso de oferta en el mercado. Aunque Estados Unidos impuso sanciones a principios de noviembre, también concedió más exenciones de las previstas a los clientes de Irán, una medida que, en palabras de la administración Trump, pretendía evitar que los precios del petróleo se dispararan al alza. La caída se intensificó al aumentar las dudas sobre los posibles recortes en la oferta de Arabia Saudí, puesto que la Casa Blanca mantuvo la presión sobre el Reino para que los precios del petróleo se mantuvieran bajos.

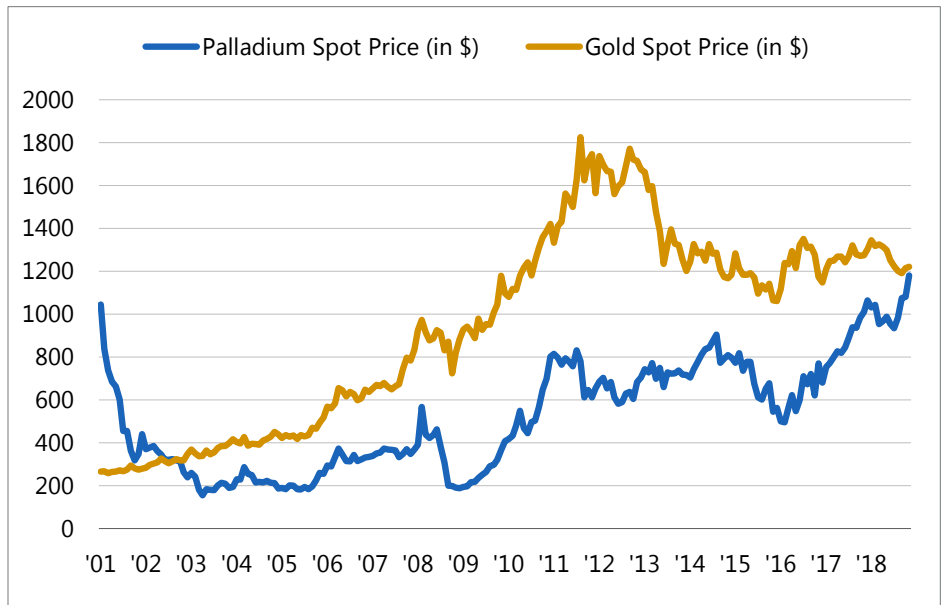
Peor mes en una década para el petróleo crudo



Fuente: Bloomberg, a 30 de noviembre de 2018

El paladio, que se emplea principalmente en los catalizadores de los motores de gasolina, ha marcado una nueva cota máxima histórica este año y ahora está a punto de superar al oro. El paladio ha sido una de las materias primas más rentables en lo que llevamos de año debido al aumento de las ventas de coches de gasolina, a lo que se suma una oferta reducida.

El paladio está a punto de destronar al oro como principal metal precioso



Fuente: Bloomberg, a 30 de noviembre de 2018

ÍNDICE

NOMBRE DEL FONDO	PÁGINA
<b>ASIGNACIÓN DE ACTIVOS</b>	
PIMCO GIS Dynamic Multi-Asset Fund	06
PIMCO GIS Global Multi-Asset Fund	07
<b>CORE</b>	
PIMCO GIS Euro Bond Fund	08
PIMCO GIS Global Bond Fund	09
PIMCO GIS Global Bond Ex-us Fund	10
PIMCO GIS Total Return Bond Fund	11
<b>CORTA DURACIÓN</b>	
PIMCO GIS Euro Short-Term Fund	12
PIMCO GIS Low Average Duration Fund	13
PIMCO GIS Euro Short-Term Fund	14
<b>CRÉDITO</b>	
PIMCO GIS Capital Securities Fund	15
PIMCO GIS Diversified Income Fund	16
PIMCO GIS Global High Yield Bond Fund	17
PIMCO GIS Global Investment Grade Credit Fund	18
PIMCO GIS Mortgage Opportunities Fund	19
<b>INFLACIÓN</b>	
PIMCO GIS Global Low Duration Real Return Fund	20
PIMCO GIS Global Real Return Fund	21
<b>MERCADOS EMERGENTES</b>	
PIMCO GIS Emerging Local Bond Fund	22
PIMCO GIS Emerging Markets Bond Fund	23
PIMCO GIS Emerging Markets Corporate Bond Fund	24
<b>RENTABILIDAD ABSOLUTA</b>	
PIMCO GIS Dynamic Bond Fund	25
PIMCO GIS Global Libor Plus Bond Fund	26
<b>RENTA VARIABLE</b>	
PIMCO GIS StocksPLUS Fund	27
<b>REPARTO</b>	
PIMCO GIS Euro Income Bond Fund	28
PIMCO GIS Income Fund	29

PIMCO GIS DYNAMIC MULTI-ASSET FUND

Rentabilidad	nov '18	YTD	1 año	3 años	5 años	10 años	DL
Fondo (neta de comisiones)	0.45	-2.36	-2.62	-	-	-	4.08
Indice	-0.03	-0.34	-0.37	-	-	-	-0.36

FUENTE: PIMCO. A 30 noviembre 2018.

**La rentabilidad pasada no es garantía ni un indicador confiable de los resultados futuros y no se garantiza que se obtendrán rentabilidades similares en el futuro.**

PIMCO GIS Dynamic Multi Asset Fund, Institutional, Accumulation, EUR. Fecha de lanzamiento: 25 febrero 2016.

Indice: 1 Month Euribor Rate Index. El índice se muestra únicamente con el propósito de comparar rendimientos.

PRINCIPALES DETERMINANTES DE LA RENTABILIDAD

CONTRIBUIDORES

- La exposición larga a la duración estadounidense, pues los rendimientos se redujeron durante el mes
- La exposición larga a renta variable japonesa, pues la clase de activos se revalorizó durante el mes
- La posición larga en los títulos de renta variable emergente, que registraron rentabilidades positivas durante el mes

DETRACTORES

- La exposición larga al crédito, puesto que los diferenciales se ampliaron durante el mes
- Una cesta de valores estadounidenses, puesto que quedaron rezagados con respecto al índice general

POSICIONAMIENTO Y PERSPECTIVAS

- **Renta variable** – Hemos reducido la beta global de renta variable de la cartera ante la incertidumbre de los catalizadores futuros de crecimiento y la diversidad de riesgos potenciales. Seguimos privilegiando las posiciones en renta variable de calidad, y continuamos haciendo hincapié en las regiones que presentan los fundamentales más sólidos, a saber, EE. UU. y Japón– donde apostamos por empresas con robustos beneficios y significativos colchones de liquidez. Mantenemos nuestra exposición corta a renta variable europea ante el incremento de la incertidumbre política y la mayor recurrencia cíclica.
- **Crédito** – Mantenemos una reducida exposición global al crédito, dada la fase avanzada del ciclo económico, ya que la renta variable ha ofrecido históricamente mejores rentabilidades ajustadas al riesgo. Seguimos focalizados en titulaciones hipotecarias (MBS) de no agencia.
- **Tipos de interés** –Seguimos considerando que la duración de alta calidad representa un factor de diversificación en la cartera en entornos de mercado adversos. Mantenemos nuestra preferencia por los tipos estadounidenses, dado que los niveles de los yields tienen más atractivo que la duración de calidad en otras regiones. Además, mantenemos nuestra exposición a los tipos reales estadounidenses como cobertura frente a un exceso de la inflación. También estamos recurriendo al posicionamiento táctico en BTP italianos como cobertura.
- **Divisas** – En el contexto de la intensificación de la política y de la actividad de los bancos centrales, los movimientos de los tipos de cambio podrían ser significativos, y estaremos muy atentos a los acontecimientos por su impacto en las rentabilidades de las clases de activos, sobre todo porque es probable que las fluctuaciones bruscas de las divisas afecten a los beneficios empresariales. Además, intentaremos utilizar las divisas como medio para equilibrar el riesgo global de la cartera.

PIMCO GIS GLOBAL MULTI-ASSET FUND

Rentabilidad	nov '18	YTD	1 año	3 años	5 años	10 años	DL
Fondo (neta de comisiones)	0.88	-2.98	-2.54	3.48	3.15	-	3.89
Indice	1.07	-1.26	-0.21	6.16	5.04	-	7.81

FUENTE: PIMCO. A 30 noviembre 2018.

**La rentabilidad pasada no es garantía ni un indicador confiable de los resultados futuros y no se garantiza que se obtendrán rentabilidades similares en el futuro.**

PIMCO GIS Global Multi Asset Fund, E, Accumulation, USD. Fecha de lanzamiento: 22 junio 2009.

Indice: 60% MSCI All Country World Index/40% Bloomberg Barclays Global Aggregate USD Hedged. El índice se muestra únicamente con el propósito de comparar rendimientos.

PRINCIPALES DETERMINANTES DE LA RENTABILIDAD

CONTRIBUIDORES

- La sobreponderación de los TIPS de EE. UU.
- La infraponderación de la renta variable de la zona euro
- La infraponderación del diferencial corporativo con calificación IG

DETRACTORES

- La infraponderación de la duración británica, de manera específica en la parte central de la curva
- Sobreponderación en MBS no emitidos por agencias
- La infraponderación de la renta variable de mercados emergentes

POSICIONAMIENTO Y PERSPECTIVAS

- **Renta variable** – Si bien mostramos una visión más favorable sobre la renta variable con respecto a otros activos de riesgo, en la cartera mantenemos una exposición modesta a la renta variable. Habida cuenta de las valoraciones, y de la fase avanzada de la expansión, en Estados Unidos contamos con una sobreponderación de los bancos y una infraponderación de los valores de pequeña capitalización. Mantenemos una modesta sobreponderación de la renta variable japonesa, dados los beneficios positivos, el reducido apalancamiento y un todavía favorable Banco de Japón.
- **Crédito** – En esta fase tardía del ciclo económico, los inversores deberían reconocer el limitado potencial de estrechamiento de los «spreads» que presentan los bonos corporativos, así como el riesgo bajista vinculado al aumento de los impagos o la ampliación de los «spreads». Nuestra asignación a crédito se centra en los valores de titulización hipotecaria no emitidos por agencias, que se beneficiarán probablemente de una continua recuperación del mercado de la vivienda estadounidense y se mantienen bien aislados de numerosos riesgos mundiales.
- **Tipos de interés** – Seguimos adoptando una postura defensiva en la exposición a los tipos de interés, aunque creemos que una asignación a la deuda pública resulta importante en las etapas avanzadas de un ciclo económico. En el universo de deuda soberana de los mercados desarrollados, consideramos que los títulos del Tesoro estadounidense son atractivos. Favorecemos el tramo a corto plazo de la curva de tipos en detrimento de los valores del Tesoro de larga duración, y adoptamos un sesgo hacia una mayor pendiente de la curva de tipos estadounidense.
- **Divisas** – Seguimos privilegiando pequeñas posiciones tácticas en algunas de las divisas vinculadas a materias primas con un «carry» más elevado, pues sus valoraciones siguen siendo interesantes y la prima de riesgo intrínseca debería favorecer a los inversores a largo plazo. Las economías asiáticas se han beneficiado altamente del comercio mundial, pero probablemente se verán debilitadas al ralentizarse el crecimiento chino.

PIMCO GIS EURO BOND FUND

Rentabilidad	nov '18	YTD	1 año	3 años	5 años	10 años	DL
Fondo (neta de comisiones)	0.17	0.41	-0.25	1.88	3.73	5.76	4.54
Indice	0.27	-0.22	-0.85	0.87	2.96	4.14	4.29

FUENTE: PIMCO. A 30 noviembre 2018.

**La rentabilidad pasada no es garantía ni un indicador confiable de los resultados futuros y no se garantiza que se obtendrán rentabilidades similares en el futuro.**

PIMCO GIS Euro Bond Fund, Institutional, Accumulation, EUR. Fecha de lanzamiento: 31 diciembre 1998.

Indice: FTSE Euro Broad Investment-Grade Index. El índice se muestra únicamente con el propósito de comparar rendimientos.

PRINCIPALES DETERMINANTES DE LA RENTABILIDAD

CONTRIBUIDORES

- La exposición larga al tramo intermedio de la curva de tipos estadounidense, puesto que los rendimientos cayeron
- La selección de valores y sectores dentro del crédito con calificación «investment grade»
- La exposición a la duración danesa, pues los rendimientos descendieron

DETRACTORES

- La infraponderación de la duración de Italia, por el repunte de los rendimientos
- La exposición a la deuda corporativa high yield, puesto que los diferenciales se ampliaron
- La exposición a MBS de no agencia

POSICIONAMIENTO Y PERSPECTIVAS

- **Duración de la zona euro** – Nos centramos en la exposición a la duración en EUR en la parte central de la curva, donde las oportunidades de carry son atractivas, y mantenemos una posición infraponderada en el tramo largo de la curva. Nos mantenemos infraponderados en Francia, ya que creemos que la deuda pública francesa ofrece un perfil de rentabilidad/riesgo poco interesante. Estamos infraponderados en Italia, dada la mayor incertidumbre política.
- **Otras duraciones** – Tenemos una modesta exposición a la duración de EE. UU., donde los yields ofrecen un atractivo pick-up frente a los tipos de otros mercados desarrollados, así como centramos la exposición en la parte central de la curva. El fondo también cuenta con exposición a la duración en Dinamarca, al tiempo que mantiene una posición a favor de una positividad de la curva en Japón, que podría ofrecer una cobertura frente al reajuste al alza de los tipos mundiales.
- **Crédito** – Mantener bajo el objetivo del diferencial ponderado por el mercado («Market Weighted Spread») (riesgo crediticio) como reflejo de la previsión de que evitaremos el crédito corporativo genérico en efectivo. Seguimos aplicando un enfoque oportunista y favorecemos la banca británica por su sólido capital, la mayor liquidez en el balance, el apoyo del Banco de Inglaterra y las valoraciones interesantes. Es importante señalar que la banca británica mantiene su resistencia frente a una posible caída tras el «brexit».
- **Activos de titulización** – Consideramos favorable el crédito titulado, especialmente los MBS no emitidos por agencias, dados sus yields atractivos y nuestras perspectivas de revalorización del mercado de la vivienda de EE. UU. También contamos con exposición a hipotecas reembolsables danesas, que son una fuente atractiva de «spread seguro».
- **Divisas** – Pretendemos mantener una modesta exposición larga a una selección de monedas de los mercados emergentes con elevado «carry», pero esta posición cuenta con una dimensión reducida que refleja tanto las valoraciones atractivas como la significativa incertidumbre en las perspectivas de los distintos países.

\* Los «spreads seguros» se definen como aquellos sectores que, en nuestra opinión, ofrecen mayor resistencia ante las vicisitudes de una amplia gama de posibles escenarios económicos. Todas las inversiones conllevan un riesgo y pueden perder valor.



PIMCO GIS GLOBAL BOND FUND

Rentabilidad	nov '18	YTD	1 año	3 años	5 años	10 años	DL
Fondo (neta de comisiones)	0.00	0.16	0.23	3.29	4.00	6.90	5.58
Indice	0.49	0.31	0.54	2.33	3.04	3.89	4.76

FUENTE: PIMCO. A 30 noviembre 2018.

**La rentabilidad pasada no es garantía ni un indicador confiable de los resultados futuros y no se garantiza que se obtendrán rentabilidades similares en el futuro.**

PIMCO GIS Global Bond Fund, Institucional, Accumulation, USD. Fecha de lanzamiento: 12 marzo 1998.

Indice: Bloomberg Barclays Global Aggregate (USD Hedged) Index. El índice se muestra únicamente con el propósito de comparar rendimientos.

PRINCIPALES DETERMINANTES DE LA RENTABILIDAD

CONTRIBUIDORES

- La infraponderación del crédito corporativo con calificación «investment grade», al ampliarse los diferenciales
- La sobreponderación de la duración de los países centrales de Europa, por el repunte de los rendimientos

DETRACTORES

- La infraponderación de la duración nipona, por el repunte de los rendimientos
- Las posiciones en MBS no emitidos por agencias
- La infraponderación de la duración de Italia, por el repunte de los rendimientos

POSICIONAMIENTO Y PERSPECTIVAS

- **Duración y curva estadounidenses** – El fondo mantiene una sobreponderación del tramo central de la curva estadounidense, ya que los tipos estadounidenses ofrecen un retorno interesante frente a los tipos de otros mercados desarrollados. Los tipos en el tramo corto siguen teniendo poco atractivo debido a la posible intervención de la Fed. Asimismo, observamos menos valor en el tramo largo.
- **Valores del Tesoro protegidos frente a la inflación (TIPS)** – El fondo mantiene una cierta exposición a los TIPS, pues seguimos opinando que las posiciones en TIPS presentan un cariz defensivo, que nos beneficiaría en caso de que las sorpresas inflacionistas en EE.UU. contribuyesen a los incrementos de los tipos.
- **Duración de la zona euro** – Infraponderamos la duración total en euros, ya que creemos que existe escaso margen para que los tipos desciendan. Mantenemos una infraponderación en la duración italiana, como consecuencia de la incertidumbre política. Nos mantenemos infraponderados en Francia, ya que creemos que la deuda pública francesa ofrece un perfil de rentabilidad/riesgo poco atractivo.
- **Otras duraciones** – El fondo mantiene una infraponderación de la duración de Japón, que representa una cobertura asequible frente al reajuste al alza de los tipos mundiales. El fondo mantiene una sobreponderación en duración en Suecia y Dinamarca, que supone una alternativa atractiva a los tipos en EUR.
- **Mercados emergentes** – Mantenemos una previsión moderadamente favorable sobre los mercados emergentes, y expresamos nuestra opinión sobre los mercados emergentes a través de las divisas, debido a su perfil de liquidez más atractivo.
- **Crédito** - Mantener bajo el objetivo del diferencial ponderado por el mercado («Market Weighted Spread») (riesgo crediticio) como reflejo de la previsión de que evitaremos el crédito corporativo genérico en efectivo. Seguimos aplicando un enfoque oportunista y favorecemos la banca británica por su sólido capital, la mayor liquidez en los balances, el apoyo del Banco de Inglaterra y las valoraciones interesantes. Es importante señalar que la banca británica mantiene su resistencia frente a una posible caída tras el «brexit».
- **Activos de titulización** – Los MBS no emitidos por agencias siguen siendo nuestro sector de «spread» favorito. PIMCO tiene una opinión favorable sobre los bonos de titulización hipotecaria no emitidos por agencias dados sus yields atractivos, su perfil de riesgo y nuestras perspectivas de revalorización del mercado de la vivienda de EE. UU. El fondo también cuenta con exposición a hipotecas reembolsables danesas y cédulas hipotecarias («covered bonds») suecas, que brindan una fuente atractiva de «spread seguro»\*.
- **Divisas** – Pretendemos mantener una modesta exposición larga a una selección de monedas de los mercados emergentes con elevado «carry», pero con una dimensión reducida que refleje tanto las valoraciones atractivas como la significativa incertidumbre en las perspectivas de los distintos países.

\* Los «spreads seguros» se definen como aquellos sectores que, en nuestra opinión, ofrecen mayor resistencia ante las vicisitudes de una amplia gama de posibles escenarios económicos. Todas las inversiones conllevan un riesgo y pueden perder valor.

PIMCO GIS GLOBAL BOND EX-US FUND

Rentabilidad	nov '18	YTD	1 año	3 años	5 años	10 años	DL
Fondo (neta de comisiones)	-0.05	2.04	1.80	3.94	4.80	7.17	5.17
Indice	0.44	1.98	2.03	3.07	4.00	3.85	4.06

FUENTE: PIMCO. A 30 noviembre 2018.

**La rentabilidad pasada no es garantía ni un indicador confiable de los resultados futuros y no se garantiza que se obtendrán rentabilidades similares en el futuro.**

PIMCO GIS Global Bond Ex-US Fund, Institutional, Accumulation, USD. Fecha de lanzamiento: 31 marzo 2003.

Indice: Bloomberg Barclays Global Aggregate ex-USD (USD Hedged) Index. El índice se muestra únicamente con el propósito de comparar rendimientos.

PRINCIPALES DETERMINANTES DE LA RENTABILIDAD

CONTRIBUIDORES

- La sobreponderación de la duración de los países centrales de Europa, por el repunte de los rendimientos
- La exposición corta al real brasileño, que se depreció frente al dólar estadounidense

DETRACTORES

- La infraponderación de la duración nipona, por el repunte de los rendimientos
- Las posiciones en MBS no emitidos por agencias
- La exposición a la deuda corporativa high yield, al ampliarse los diferenciales

POSICIONAMIENTO Y PERSPECTIVAS

- **Duración y curva estadounidenses** – El fondo mantiene una modesta exposición a la duración estadounidense, y se centra en el tramo intermedio de la curva, ya que los tipos estadounidenses ofrecen un potencial de subida interesante frente a los tipos de otros mercados desarrollados. Los tipos en el tramo corto siguen teniendo poco atractivo debido a la posible intervención de la Fed. Asimismo, observamos menos valor en el tramo largo.
- **Valores del Tesoro protegidos frente a la inflación (TIPS)** – El fondo mantendrá una cierta exposición a los TIPS, pues seguimos opinando que las posiciones en TIPS presentan un cariz defensivo, que nos beneficiaría en caso de que las sorpresas inflacionistas en EE. UU. contribuyan a los incrementos de los tipos.
- **Duración de la zona euro** – Infraponderamos la duración total en euros, ya que creemos que existe escaso margen para que los tipos descendan. Mantenemos una infraponderación en la duración italiana, como consecuencia de la incertidumbre política. Nos mantenemos infraponderados en Francia, ya que creemos que la deuda pública francesa ofrece un perfil de rentabilidad/riesgo poco atractivo.
- **Otras duraciones** – El fondo mantiene una infraponderación de la duración de Japón, que representa una cobertura asequible frente al reajuste al alza de los tipos mundiales. El fondo mantiene una sobreponderación de la duración en Suecia y Dinamarca, que supone una alternativa atractiva a los tipos en EUR.
- **Mercados emergentes** – Mantenemos una previsión moderadamente favorable sobre los mercados emergentes, y expresamos nuestra opinión sobre los mercados emergentes a través de las divisas, debido a su perfil de liquidez más atractivo.
- **Crédito** - Mantener bajo el objetivo del diferencial ponderado por el mercado («Market Weighted Spread») (riesgo crediticio) como reflejo de la previsión de que evitaremos el crédito corporativo genérico en efectivo. Seguimos aplicando un enfoque oportunista y favorecemos la banca británica por su sólido capital, la mayor liquidez en los balances, el apoyo del Banco de Inglaterra y las valoraciones interesantes. Es importante señalar que la banca británica mantiene su resistencia frente a una posible caída tras el «brexit».
- **Activos de titulación** – Los MBS no emitidos por agencias siguen siendo nuestro sector de spreads favorito. PIMCO tiene una opinión favorable sobre los bonos de titulación hipotecaria no emitidos por agencias dados sus yields atractivos, su protección frente al riesgo y nuestras perspectivas de revalorización del mercado de la vivienda de EE. UU. El fondo también cuenta con exposición a hipotecas reembolsables danesas y cédulas hipotecarias (covered bonds) suecas, que brindan una fuente atractiva de «spread seguro»\*.
- **Divisas** – Pretendemos mantener una modesta exposición larga a una selección de monedas de los mercados emergentes con elevado «carry», pero con una dimensión reducida que refleje tanto las valoraciones atractivas como la significativa incertidumbre en las perspectivas de los distintos países.

\* Los «spreads seguros» se definen como aquellos sectores que, en nuestra opinión, ofrecen mayor resistencia ante las vicisitudes de una amplia gama de posibles escenarios económicos. Todas las inversiones conllevan un riesgo y pueden perder valor.

PIMCO GIS TOTAL RETURN BOND FUND

Rentabilidad	nov '18	YTD	1 año	3 años	5 años	10 años	DL
Fondo (neta de comisiones)	0.24	-2.29	-1.85	1.83	1.89	4.36	5.18
Indice	0.60	-1.79	-1.34	1.33	2.03	3.67	4.63

FUENTE: PIMCO. A 30 noviembre 2018.

**La rentabilidad pasada no es garantía ni un indicador confiable de los resultados futuros y no se garantiza que se obtendrán rentabilidades similares en el futuro.**

PIMCO GIS Total Return Bond Fund, Institutional, Accumulation, USD. Fecha de lanzamiento: 31 enero 1998.

Indice: Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Index. El índice se muestra únicamente con el propósito de comparar rendimientos.

PRINCIPALES DETERMINANTES DE LA RENTABILIDAD

CONTRIBUIDORES

- Las estrategias sobre los tipos estadounidenses, entre las que se incluyen las estrategias de duración, el posicionamiento en la curva y la selección de instrumentos

DETRACTORES

- La selección de países en la zona euro
- La exposición corta a la duración en Japón
- La selección dentro del crédito corporativo

POSICIONAMIENTO Y PERSPECTIVAS

- Estrategias de tipos de interés** – Estamos infraponderados en duración en general. Nos inclinamos por la duración de EE. UU. frente a la exposición a los tipos en otras regiones desarrolladas, entre las que se incluyen la zona euro, el Reino Unido y Japón. Seguimos apostando por el tramo intermedio de la curva y observamos menos valor en el tramo largo, sobre todo porque sigue existiendo el riesgo de que aumente la inflación y desaparezca el respaldo de los bancos centrales. Prevemos que los tipos estadounidenses se situarán en una banda de fluctuación relativamente estrecha, ya que el crecimiento tendencial subyacente en EE. UU. se mantiene en cotas reducidas y el posicionamiento en Japón constituye una cobertura asequible frente al alza de los tipos mundiales. En el supuesto de que los tipos tiendan al alza, anticipamos una subida de los tipos internacionales más significativa que la de los tipos estadounidenses. En cambio, un escenario de «aversión al riesgo» probablemente supondrá un repunte más sustancial de los activos estadounidenses de elevada calidad.
- Hipotecas** – Contamos con una posición sobreponderada en bonos de titulización hipotecaria (MBS) emitidos por agencias, con una preferencia por los cupones del 3%-4%. Estos constituyen una fuente de «carry» atractiva, de alta calidad y diversificadora. Además, mantenemos posiciones en hipotecas no emitidas por agencias, dados los interesantes niveles de yields ajustados al riesgo de pérdidas, los factores técnicos favorables y la continua mejora de los fundamentales a largo plazo en el mercado de la vivienda. El crédito hipotecario puede representar un elemento diversificador en relación con el crédito corporativo tradicional en las fases postreras de una expansión.
- Deuda corporativa** – Seguimos infraponderados en deuda corporativa con calificación «investment grade». Contamos con exposiciones crediticias más diversificadas en sectores distintos del de crédito corporativo IG y estamos más centrados en la selección de valores que en la exposición a la beta genérica. Consideramos que las valoraciones justifican una posición más defensiva (mayor calidad, menor vencimiento). Continuamos manteniendo posiciones en crédito hipotecario y determinadas emisiones de alto rendimiento. Intentaremos aumentar la exposición a las emisiones corporativas de manera oportunista durante las fases de perturbación en los mercados, al no prever una inminente fase de contracción del ciclo económico.
- Divisas** – Seguimos adoptando una posición táctica en nuestra posición de divisas, en especial dada una menor convicción por la dirección general del dólar. Contamos con un modesto posicionamiento táctico en determinadas divisas emergentes con mayor «carry» que reflejan un atractivo relativo basado en la valoración/yield y los fundamentales.
- Valores del Tesoro estadounidense protegidos contra la inflación (TIPS)** – Seguimos manteniendo una opinión favorable sobre los TIPS, pero hemos limitado actualmente la exposición. Aun cuando mantenemos una menor proporción de TIPS, la cartera sigue incorporando temas inflacionarios, por ejemplo una posición infraponderada en el tramo largo de la curva de tipos y una preferencia por las exposiciones a los valores financieros y los relacionados con el sector de la vivienda.

Los términos «barato» y «caro», en la forma en la que se usan en el presente documento, se refieren a un valor o una clase de activos que se considera que se halla sustancialmente infravalorada o sobrevalorada en comparación con su media histórica y las expectativas futuras del gestor de inversiones. No pueden garantizarse resultados futuros, así como tampoco puede garantizarse que la valoración de un valor asegure un beneficio o una protección frente a pérdidas.

PIMCO GIS EURO SHORT-TERM FUND

Rentabilidad	nov '18	YTD	1 año	3 años	5 años	10 años	DL
Fondo (neta de comisiones)	-0.17	-1.31	-1.39	-0.63	0.03	1.33	1.47
Indice	-0.03	-0.34	-0.37	-0.35	-0.19	0.26	1.04

FUENTE: PIMCO. A 30 noviembre 2018.

**La rentabilidad pasada no es garantía ni un indicador confiable de los resultados futuros y no se garantiza que se obtendrán rentabilidades similares en el futuro.**

PIMCO GIS Euro Short Term Fund, Institutional, Accumulation, EUR. Fecha de lanzamiento: 31 enero 2006.

Indice: 1 Month Euribor Rate Index. El índice se muestra únicamente con el propósito de comparar rendimientos.

PRINCIPALES DETERMINANTES DE LA RENTABILIDAD

*Nota: factores positivos y negativos en términos absolutos*

CONTRIBUIDORES

- La modesta exposición larga a la duración de las economías centrales de Europa

DETRACTORES

- Tipos de efectivo negativos en EUR
- Las posiciones en crédito corporativo con calificación {}investment grade{}

POSICIONAMIENTO Y PERSPECTIVAS

- **Estrategias de tipos de interés** – Mantenemos nuestra exposición a la duración de los países del núcleo de la zona euro, al tiempo que seguimos vigilando de cerca los movimientos del BCE. El fondo también tiene una modesta exposición diversificadora a Suecia a través de las cédulas hipotecarias («covered bonds»).
- **Periferia de la zona euro** – Mantenemos una posición neutral en la periferia europea dada la esperada normalización de la política del BCE, si bien la ampliación de los «spreads» podría generar una serie de oportunidades de compra.
- **Crédito** – Hemos mantenido nuestra modesta exposición al crédito, y seguimos mostrando una postura de prudencia, ya que las valoraciones parecen elevadas en comparación con los promedios históricos. Seguimos favoreciendo los créditos de emisores financieros, y nos centramos en los países con marcos legales y normativos más predecibles, entre los que se incluye el Reino Unido. Hacemos hincapié en títulos a corto plazo de alta calidad que ofrecen unos yields atractivos, dado el bajo riesgo de impago previsto.
- **Activos de titulización y cédulas hipotecarias** – Seguimos considerando que una modesta asignación a activos titulizados y cédulas hipotecarias (covered bonds) tienen mucho sentido. Estos instrumentos ofrecen yields atractivos y no aportan demasiada sensibilidad a los tipos de interés. Continuamos centrándonos en emisiones cuya calificación oscila entre AAA y A, como las cédulas hipotecarias suecas.
- **Divisas** – Posición larga en una cesta diversificada de divisas de los países emergentes, aplicando una rotación sobre la base de las valoraciones y los fundamentales, ya que creemos que las divisas de elevado carry despuntarán en un entorno de divisas estables en los mercados desarrollados.

PIMCO GIS LOW AVERAGE DURATION FUND

Rentabilidad	nov '18	YTD	1 año	3 años	5 años	10 años	DL
Fondo (neta de comisiones)	0.13	-0.20	0.00	1.14	1.01	2.88	2.70
Indice	0.35	0.79	0.80	0.67	0.62	0.93	1.97

FUENTE: PIMCO. A 30 noviembre 2018.

**La rentabilidad pasada no es garantía ni un indicador confiable de los resultados futuros y no se garantiza que se obtendrán rentabilidades similares en el futuro.**

PIMCO GIS Low Average Duration Fund, Institutional, Accumulation, USD. Fecha de lanzamiento: 5 diciembre 2002.

Indice: ICE BofAML 1-3 Year U.S. Treasury Index. El índice se muestra únicamente con el propósito de comparar rendimientos.

PRINCIPALES DETERMINANTES DE LA RENTABILIDAD

CONTRIBUIDORES

- El posicionamiento en los tipos de interés de EE. UU.
- La exposición táctica al euro
- La exposición larga al peso mexicano frente al dólar estadounidense

DETRACTORES

- Las posiciones en crédito corporativo con calificación {investment grade}
- La exposición corta a la duración japonesa
- La exposición larga a la libra esterlina frente al dólar estadounidense
- La exposición corta a la duración francesa

POSICIONAMIENTO Y PERSPECTIVAS

- **Estrategias de tipos de interés** – Estamos infraponderados en duración en general y mantenemos un enfoque táctico con respecto de la duración en EE. UU., por el que adaptamos las exposiciones a medida que los tipos se ajustan al alza. Mantenemos posiciones cortas en duración en el Reino Unido y Japón. Preveamos que los tipos en Estados Unidos se situarán en una banda relativamente estrecha de fluctuación, aunque el posicionamiento en Japón constituye una cobertura asequible frente al alza de los tipos mundiales. Los tipos en el Reino Unido también podrían verse sometidos a presión a medida que el banco central se dirige hacia la reducción de la política acomodaticia. En Estados Unidos, nuestra infraponderación se centra en el tramo corto de la curva, que presenta la mayor probabilidad de verse expuesto a la volatilidad mientras la Fed siga con su ciclo de subidas.
- **Hipotecas** – Mantenemos una exposición modesta a los MBS de agencias, al tiempo que seguimos adoptando un enfoque selectivo en cupones. Estos constituyen una fuente de «carry» atractiva, de alta calidad y diversificadora. Además, seguimos apostando por las posiciones en hipotecas de no agencia, dados los niveles atractivos de yields ajustados al riesgo de pérdidas y la continua mejora de los fundamentales a largo plazo en el mercado estadounidense de la vivienda.
- **Deuda corporativa** – Mantenemos una exposición modesta al crédito corporativo de alta calidad, un sector que ofrece un spread respecto al de los títulos del Tesoro estadounidense. Creemos que algunos títulos del sector financiero pueden ofrecer unos retornos ajustados al riesgo atractivos, dados los cambios experimentados en el panorama regulatorio para los bancos, así como las mejoras de los balances.
- **Mercados emergentes** – PIMCO seguirá mostrándose selectivo en las asignaciones a los mercados emergentes y tratará de adoptar exposiciones moderadas tácticas cuando surjan oportunidades atractivas.
- **Divisas** – Seguimos adoptando una lectura táctica en nuestra posición de divisas. Contamos con un modesto posicionamiento táctico en divisas emergentes con mayor «carry» que reflejan un atractivo relativo basado en la valoración/rendimiento y los fundamentales.

Los términos «barato» y «caro», en la forma en la que se usan en el presente documento, se refieren a un valor o una clase de activos que se considera que se halla sustancialmente infravalorada o sobrevalorada en comparación con su media histórica y las expectativas futuras del gestor de inversiones. No pueden garantizarse resultados futuros, así como tampoco puede garantizarse que la valoración de un valor asegure un beneficio o una protección frente a pérdidas.

PIMCO GIS US SHORT-TERM FUND

Rentabilidad	nov '18	YTD	1 año	3 años	5 años	10 años	DL
Fondo (neta de comisiones)	-0.09	1.97	1.97	2.32	-	-	1.86
Indice	0.18	1.66	1.76	0.93	-	-	0.64

FUENTE: PIMCO. A 30 noviembre 2018.

**La rentabilidad pasada no es garantía ni un indicador confiable de los resultados futuros y no se garantiza que se obtendrán rentabilidades similares en el futuro.**

PIMCO GIS US Short-Term Fund, Institutional, Accumulation, USD. Fecha de lanzamiento: 30 junio 2014.

Indice: FTSE 3-Month Treasury Bill Index. El índice se muestra únicamente con el propósito de comparar rendimientos.

PRINCIPALES DETERMINANTES DE LA RENTABILIDAD

CONTRIBUIDORES

- La posición larga a duración canadiense
- La exposición al tipo de efectivo estadounidense positivo

DETRACTORES

- Las posiciones en crédito corporativo con calificación {}investment grade{}
- La exposición corta a la duración británica

POSICIONAMIENTO Y PERSPECTIVAS

- **Duración** - El fondo sigue manteniendo un enfoque táctico con la duración en EE. UU, por el que adaptamos las exposiciones a medida que los tipos se ajustan al alza. Mantenemos valores de elevada calidad a tipo flotante con el fin de lograr la conservación del capital y, al mismo tiempo, generar unos ingresos atractivos conforme suben los tipos. Nuestra posición en duración estadounidense es neutral en general, con un sesgo hacia la positividad en los tramos a 2 y 5 años. Mantenemos una exposición corta táctica a los tipos británicos, puesto que esperamos que las negociaciones sobre el «brexit» tengan un resultado más favorable de lo que los mercados vaticinan. Contamos con exposición a la duración canadiense, al considerar que los mercados están descontando en exceso las subidas del banco central.
- **Crédito corporativo** - Seguimos privilegiando el crédito corporativo de alta calidad como fuente de rendimiento y diversificación, basándonos en nuestra teoría de que el crecimiento económico de Estados Unidos permanecerá en cotas estables. Mantuvimos nuestra exposición al crédito corporativo comprando bonos corporativos en el tramo corto con vencimientos de cero a 18 meses, ya que los diferenciales de crédito se ampliaron. Muchos de estos bonos ofrecen rendimientos atractivos con un riesgo de tipo de interés limitado.
- **Créditos hipotecarios** - Seguimos favoreciendo determinados créditos titulizados de alta calidad, como los Aset Backed Securities (ABS) sénior, CMBS, CMO de agencias y MBS no emitidos por agencias. Estos títulos proporcionan una atractiva y diversificada fuente de rendimiento en la cartera. Los ABS a interés variable de alta calidad (calificación AAA y tramo sénior) proporcionan un atractivo «spread seguro» a la cartera, al tiempo que ayudan a proteger el principal a medida que aumentan los tipos de interés.
- **Divisas** - Las posiciones en divisas tienen un tamaño modesto. Seguimos ajustando tácticamente nuestra exposición al yen japonés y a la libra esterlina sobre la base de las expectativas de crecimiento nacional/regional y de los cambios en la política monetaria de todo el planeta.

PIMCO GIS CAPITAL SECURITIES FUND

Rentabilidad	nov '18	YTD	1 año	3 años	5 años	10 años	DL
Fondo (neta de comisiones)	-1.70	-4.82	-4.28	3.62	4.63	-	5.42
Indice	0.20	2.00	2.11	1.30	0.88	-	0.84

FUENTE: PIMCO. A 30 noviembre 2018.

**La rentabilidad pasada no es garantía ni un indicador confiable de los resultados futuros y no se garantiza que se obtendrán rentabilidades similares en el futuro.**

PIMCO GIS Capital Securities Fund, Institutional, Accumulation, USD. Fecha de lanzamiento: 31 julio 2013.

Indice: 3 Month USD LIBOR Index. El índice se muestra únicamente con el propósito de comparar rendimientos.

PRINCIPALES DETERMINANTES DE LA RENTABILIDAD

CONTRIBUIDORES

- La exposición a bonos tradicionales Tier 1 de un emisor japonés concreto, que anunció su decisión de amortizar anticipadamente los bonos
- La exposición táctica a futuros sobre los valores del sector bancario europeo

DETRACTORES

- La exposición larga a deuda Tier 1 adicional, que se situó en el vagón de cola debido a la incertidumbre macroeconómica y a la aversión al riesgo reinante entre los inversores
- La exposición a la deuda bancaria de los países periféricos, que lo hizo mal durante el mes
- La exposición a los bonos CoCo T2 de emisores británicos y suizos, que se vieron inmersos en una venta masiva por la mayor volatilidad y la aversión al riesgo

POSICIONAMIENTO Y PERSPECTIVAS

- PIMCO da prioridad a las inversiones en CoCo (bonos convertibles contingentes) AT1 y Tier 2, que sacan partido del aumento de capital, la mejora de la calidad de los activos y los cambios normativos favorables.
- En términos geográficos, seguimos siendo optimistas sobre el Reino Unido, donde el regulador financiero mantiene una línea bastante conservadora en la normativa sobre el capital, la calidad de los activos bancarios es resistente y la incertidumbre del brexit impide un reapalancamiento de la banca. En los títulos periféricos, nos centramos en la deuda subordinada de los principales valores a nivel nacional, donde todos ellos disfrutan de posiciones de capital muy firmes. En este momento, también vemos valor en la parte con mayor rango de la estructura de capital de los bancos estadounidenses que poseen una elevada capitalización de mercado, un sólido acceso al mercado de renta variable y capacidad de generación de beneficios.
- Esperamos que los factores técnicos del capital bancario apoyen esta clase de activos en lo que queda de año, debido al aumento de la base de inversores y la oferta limitada como resultado de que la banca europea ha emitido la mayor parte de su capital reglamentario. Los inversores también demostraron su capacidad de diferenciar entre los bancos, lo que impide que se dé un efecto contagio procedente de las recientes turbulencias idiosincrásicas.
- Los bonos AT1 europeos siguen figurando entre las clases de activos de mayor rendimiento. Un aspecto positivo del retorno de la volatilidad ha sido el hecho de que los mercados primarios se han vuelto mucho más atractivos en los últimos tiempos, con concesiones de hasta 50 p.b. Las primas de subordinación siguen siendo elevadas y las valoraciones en la estructura de capital están dislocadas, lo que ofrece oportunidades interesantes de valor relativo.
- El núcleo de la estrategia sigue centrándose en los "campeones nacionales", que se benefician de unas excelentes posiciones de capital, como pone de manifiesto su extraordinario comportamiento en varias pruebas de resistencia. La cartera presenta un sesgo hacia la alta calidad a la hora de seleccionar las entidades bancarias en las que invertimos, y el listón para invertir en situaciones de mayor riesgo en el Viejo Continente se ha elevado aún más.

PIMCO GIS DIVERSIFIED INCOME FUND

Rentabilidad	nov '18	YTD	1 año	3 años	5 años	10 años	DL
Fondo (neta de comisiones)	-0.26	-1.73	-1.22	5.45	4.29	8.61	6.30
Índice	-0.45	-2.61	-2.17	4.20	3.98	8.48	5.86

FUENTE: PIMCO. A 30 noviembre 2018.

**La rentabilidad pasada no es garantía ni un indicador confiable de los resultados futuros y no se garantiza que se obtendrán rentabilidades similares en el futuro.**

PIMCO GIS Diversified Income Fund, Institutional, Accumulation, USD. Fecha de lanzamiento: 30 junio 2005.

Índice: 1/3 each - Bloomberg Barclays Global Aggregate Credit ex Emerging Markets, USD Hedged; ICE BofAML BB-B Rated Developed Markets High Yield Constrained Index, USD Hedged; and JPMorgan EMBI Global, USD Hedged. El índice se muestra únicamente con el propósito de comparar rendimientos.

PRINCIPALES DETERMINANTES DE LA RENTABILIDAD

CONTRIBUIDORES

- La exposición infraponderada generalizada a la deuda de los mercados emergentes en divisa extranjera, que quedó rezagada por el descenso de los precios del petróleo y por contagio de la tendencia del alto rendimiento mundial
- La exposición infraponderada al sector energético, tanto con calificación «investment grade» como de alto rendimiento, que quedó muy deslucido por la caída de los precios del petróleo
- La exposición infraponderada a los servicios públicos con calificación «investment grade», que se situaron en el vagón de cola a causa de las posibles responsabilidades vinculadas a los recientes incendios forestales en Estados Unidos

DETRACTORES

- La exposición táctica al crédito hipotecario no emitido por agencias, cuyos diferenciales se ampliaron por la aversión generalizada al riesgo
- La exposición larga a los bonos AT1, que entraron en una espiral de ventas por la aversión al riesgo y la mayor incertidumbre derivada del «brexit»

POSICIONAMIENTO Y PERSPECTIVAS

- **Valores financieros** – Seguimos viendo un valor relativo interesante en el sector bancario, especialmente en determinadas emisiones de deuda subordinada europea y deuda sénior estadounidense
- **Activos de titulación** – Énfasis en los títulos hipotecarios de no agencia, dada la solidez del mercado de la vivienda de EE. UU., que se beneficia del crecimiento, el pleno empleo y la subida de la inflación en el país norteamericano. También favorecemos la exposición en bonos de titulación hipotecaria sobre inmuebles comerciales (CMBS) y obligaciones garantizadas por préstamos (CLO) sénior dadas sus ventajas de diversificación y su resistencia a la baja.
- **High Yield/préstamos bancarios** – Vemos valor relativo en algunos títulos, haciendo énfasis en bonos sénior garantizados y en préstamos bancarios de alta calidad, que proporcionan un carry trade interesante al tiempo que tienen un rango de jerarquía superior dentro de la estructura de capital. El énfasis en los sectores con flujos de caja estables y buenos fundamentales de crecimiento como los medios de comunicación.
- **Divisas** – La exposición larga a una cesta de divisas de los mercados emergentes de yield más elevado, como el peso argentino, puesto que preveemos que el «carry» elevado compensará las devaluaciones periódicas al contado a medio plazo. El fondo mantiene una posición corta en una cesta de divisas asiáticas, lo que refleja nuestra preocupación al respecto de las consecuencias de las fricciones comerciales entre Estados Unidos y China, las posibles perturbaciones en la cadena de suministro y su consiguiente impacto negativo en el crecimiento.
- **Duración** – La infraponderación moderada de la duración, con énfasis en los tramos corto y central de la curva dadas las atractivas oportunidades de «carry» y los temores sobre la valoración del tramo largo.
- **Deuda corporativa «investment grade»** – Identificamos valor relativo a largo plazo en créditos corporativos a más corto plazo, de mayor calidad, «dúctiles» (que pueden doblarse pero sin llegar a romperse) y con calificación «investment grade», que actualmente cuentan con activos físicos y generan estables flujos de caja, como los gasoductos.
- **Mercados emergentes** – Mostramos cautela en los mercados emergentes en vista de la reciente volatilidad, la posibilidad de que se adopten políticas comerciales de carácter más restrictivo y el valor relativo limitado en comparación con las emisiones con calificación «investment grade» y high yield. Seguimos haciendo hincapié en países que tienen unos fundamentales sólidos y capacidad de reembolso.



PIMCO GIS GLOBAL HIGH YIELD BOND FUND

Rentabilidad	nov '18	YTD	1 año	3 años	5 años	10 años	DL
Fondo (neta de comisiones)	-0.80	-0.63	-0.51	5.77	4.32	10.08	6.59
Indice	-0.83	-0.23	-0.03	6.06	4.62	11.41	6.88

FUENTE: PIMCO. A 30 noviembre 2018.

**La rentabilidad pasada no es garantía ni un indicador confiable de los resultados futuros y no se garantiza que se obtendrán rentabilidades similares en el futuro.**

PIMCO GIS Global High Yield Bond Fund, Institutional, Accumulation, USD. Fecha de lanzamiento: 30 junio 2005.

Indice: ICE BofAML BB-B Rated Developed Markets High Yield Constrained Index Hedged into USD. El índice se muestra únicamente con el propósito de comparar rendimientos.

PRINCIPALES DETERMINANTES DE LA RENTABILIDAD

CONTRIBUIDORES

- La selección de valores en el sector de productos para la construcción, incluida una exposición nula a un emisor concreto que impulsó la rentabilidad tras anunciar unos beneficios del tercer trimestre que defraudaron las expectativas
- La selección de valores en el sector de telecomunicaciones, puesto que la exposición nula a varios emisores de los países periféricos de Europa, en concreto, dio sus frutos en un entorno de mayor aversión al riesgo
- La sobreponderación del sector del cable, cuyas cualidades defensivas le permitieron despuntar pese a la coyuntura de aversión al riesgo reinante en noviembre

DETRACTORES

- La selección de valores en el sector del consumo no cíclico, puesto que la sobreponderación de un emisor concreto quedó rezagada tras la revisión de sus beneficios del tercer trimestre
- La selección de valores en el sector de atención sanitaria, dada la mala evolución del posicionamiento sobreponderado en determinados emisores de calidad más reducida

POSICIONAMIENTO Y PERSPECTIVAS

- En el mercado de high yield, PIMCO prevé que la rentabilidad de los cupones será el factor que impulsará la rentabilidad. En concreto, los fundamentales siguen siendo favorables porque el apalancamiento general del mercado está disminuyendo y los ingresos de la emisión de bonos están destinándose principalmente a actividades de refinanciación. Además, PIMCO cree que las tasas generales de impago rondarán el 2%-3% en los próximos 12 meses. Prevedemos que el impacto de las reformas fiscales estadounidenses será de neutra a ligeramente positiva en el segmento de mayor calidad (BB/B) del mercado, dado el menor impuesto de sociedades y otras deducciones, mientras que en las empresas con calificación CCC el impacto general será dispar
- Los bonos high yield han mostrado fortaleza desde principios de año, y la energía ya no supone un importante catalizador de las rentabilidades para esta clase de activos. La energía, los metales y la minería son segmentos más estables, puesto que los emisores en fallida han salido del universo de inversión, y los anteriores «ángeles caídos» están comenzando a reintegrarse en el mercado con calificación «investment grade».
- Los factores técnicos siguen siendo favorables dada la emisión neta negativa, mientras que los inversores institucionales a largo plazo también están apostando por el sector y realizando asignaciones a high yield, ya que los yields han rebasado la cota del 6%, por lo que contrarrestan las fuertes salidas de los fondos de inversión minoristas (que ya se han estabilizado).
- Por último, las valoraciones son razonables actualmente. Los inversores reciben una compensación adecuada por el riesgo de crédito asumido, dado que los niveles en los que se sitúan ahora los spreads llevan implícitos unas mayores tasas de impago que las previstas tanto por PIMCO como por las agencias de calificación independientes. Sin embargo, puesto que los spreads se hallan por debajo de sus medias a largo plazo, las rentabilidades vendrán probablemente determinadas por los ingresos y, en menor medida, por la apreciación del capital.
- Seguimos apostando por sectores defensivos no cíclicos y con flujos de efectivo estables, como el de atención sanitaria/farmacéutico, así como por otros vinculados al repunte del consumo en EE. UU., como los productos de consumo, el juego y los materiales de construcción, este último beneficiado por un mercado de obra nueva al alza, reparaciones y reformas. Seguimos infraponderados en el sector del cable, que sigue afrontando dificultades seculares debido al declive de los servicios de voz tradicionales y la creciente competencia, el comercio minorista dadas las bajas barreras de entrada y el declive de las ventas en los establecimientos físicos, así como, por último, en los sectores de metales y minería, habida cuenta de nuestras prudentes expectativas con respecto a la demanda de acero y carbón procedente de China de cara al futuro. Por motivos de valoración, estamos infraponderados en constructores de viviendas, cuyos fundamentales nos parecen atractivos, pero cuya cotización está en consonancia con los emisores «investment grade».

PIMCO GIS GLOBAL INVESTMENT GRADE CREDIT FUND

Rentabilidad	nov '18	YTD	1 año	3 años	5 años	10 años	DL
Fondo (neta de comisiones)	-0.16	-1.69	-1.33	3.77	3.87	6.92	5.60
Indice	-0.11	-1.65	-1.14	2.85	3.22	5.51	4.61

FUENTE: PIMCO. A 30 noviembre 2018.

**La rentabilidad pasada no es garantía ni un indicador confiable de los resultados futuros y no se garantiza que se obtendrán rentabilidades similares en el futuro.**

PIMCO GIS Global Investment Grade Credit Fund, Institutional, Accumulation, USD. Fecha de lanzamiento: 18 abril 2008.

Indice: Bloomberg Barclays Global Aggregate Credit Index (USD Hedged). El índice se muestra únicamente con el propósito de comparar rendimientos.

PRINCIPALES DETERMINANTES DE LA RENTABILIDAD

CONTRIBUIDORES

- La infraponderación de los servicios públicos, que se situaron en el vagón de cola a causa de las posibles responsabilidades vinculadas a los recientes incendios forestales en Estados Unidos
- La infraponderación de las empresas de energías integradas, que quedaron rezagadas a causa del abaratamiento del petróleo
- La exposición a la deuda local y las divisas de los mercados emergentes, que despuntaron a medida que se reducían los rendimientos estadounidenses y en previsión de unas medidas más acomodaticias de la Fed

DETRACTORES

- La selección de valores en el sector bancario, puesto que determinados valores financieros subordinados europeos quedaron rezagados a causa de la reticencia al riesgo en el mercado y de la mayor incertidumbre política
- La sobreponderación de los gasoductos, que registraron un peor comportamiento debido a unos precios del petróleo más reducidos
- Las estrategias de tipos de interés, puesto que la infraponderación de la duración empañó los resultados a causa del descenso de los rendimientos de los bonos

POSICIONAMIENTO Y PERSPECTIVAS

- Seguimos sobreponderando el riesgo de crédito, si bien hemos incrementado la calidad y reducido el riesgo, ya que los mercados de crédito se encuentran más próximos a su valor razonable. En la actualidad, nos estamos centrando en las oportunidades de valor relativo existentes entre sectores y empresas con el objeto de sacar rentabilidades. En particular, estamos reduciendo las posiciones sobreponderadas en el crédito en valores de mayor beta y menor calificación, mejorando la calidad y aumentando la liquidez de nuestras posiciones.
- Los fundamentales de la mayoría de emisores corporativos siguen siendo positivos, ya que los balances mejoran gracias al crecimiento de los ingresos, la expansión de los márgenes y la estabilización del apalancamiento. En Estados Unidos, los recortes presupuestarios ofrecen un entorno favorable para la deuda corporativa en 2018, con un impacto positivo sobre el crecimiento del PIB y los beneficios corporativos, que se transmite a los flujos de caja libre. Por otra parte, la probabilidad de producirse una recesión en Estados Unidos ha aumentado ligeramente en el horizonte a largo plazo, puesto que la economía se encuentra en un estadio cíclico más avanzado y se vuelve cada vez más vulnerable a los obstáculos y al mayor riesgo geopolítico.
- La demanda de unos ingresos de gran calidad, como los que ofrece el crédito, debería mantenerse en cotas elevadas, especialmente por parte de los inversores institucionales, a lo que se suma la subida de los yields absolutos. El volumen de emisiones netas debería reducirse, dado el decrecimiento de las emisiones de deuda en USD junto con la posible repatriación de efectivo y el menor gravamen del impuesto de sociedades. Sin embargo, vaticinamos que esto se verá parcialmente compensado por el riesgo de que se dé una elevada actividad de fusiones y adquisiciones.
- En general, somos más selectivos respecto al crédito genérico; en su lugar, intentamos aplicar los mejores planteamientos ascendentes (bottom-up) para poner el énfasis en posiciones corporativas a corto plazo con una estrategia «dúctil» que las convierta en candidatos improbables a declarar un impago. Apostamos por los sectores ligados al consumo de Estados Unidos, como el cable, el juego y el alojamiento, que deberían verse respaldados por unos buenos fundamentales en el consumo, el aumento de la confianza y las bajadas impositivas. Mostramos una opinión especialmente favorable respecto al sector de la vivienda estadounidense, apuntalado por una significativa demanda y unos inventarios cercanos a sus mínimos de 25 años. También nos seguimos inclinando por la banca y las entidades financieras, dada la mejora de los fundamentales y los posibles beneficios procedentes de unos tipos de interés moderadamente más elevados y la desregulación. Por último, seguimos opinando que el tramo intermedio (midstream) del sector energético, las MLP, los gasoductos y oleoductos ofrecen el perfil de riesgo/rentabilidad más interesante en la energía, debido a las perspectivas de que repunte el crecimiento del volumen en las regiones estadounidenses productoras de shale gas.
- Por el contrario, PIMCO sigue infraponderando el sector de servicios públicos, sobre todo en Europa, como consecuencia del poco atractivo de las valoraciones, el riesgo regulatorio y la posibilidad de revisiones a la baja por parte de las agencias de calificación crediticia. También contamos con una posición infraponderada en el segmento de manufactura diversificada, que suele verse penalizado por riesgos clave como, por ejemplo, las presiones sobre los precios, importantes actividades en el frente de fusiones y adquisiciones, así como las medidas cada vez más favorables para el accionariado. Por último, seguimos evitando las empresas que se enfrentan al riesgo de reapalancamiento derivado de las modestas previsiones de crecimiento orgánico a largo plazo en sectores como alimentación y bebidas, que empujan a los emisores a centrarse más en crecer por la vía de fusiones y adquisiciones.

PIMCO GIS MORTGAGE OPPORTUNITIES FUND

Rentabilidad	nov '18	YTD	1 año	3 años	5 años	10 años	DL
Fondo (neta de comisiones)	0.00	0.96	1.05	-	-	-	2.89
Indice	0.20	2.00	2.11	-	-	-	1.69

FUENTE: PIMCO. A 30 noviembre 2018.

**La rentabilidad pasada no es garantía ni un indicador confiable de los resultados futuros y no se garantiza que se obtendrán rentabilidades similares en el futuro.**

PIMCO GIS Mortgage Opportunities Fund, Institutional, Accumulation, USD. Fecha de lanzamiento: 25 enero 2017.

Indice: 3 Month USD LIBOR Index. El índice se muestra únicamente con el propósito de comparar rendimientos.

PRINCIPALES DETERMINANTES DE LA RENTABILIDAD

CONTRIBUIDORES

- La exposición larga a la duración estadounidense
- Estrategias de valor relativo en MBS de agencias
- Determinadas posiciones en MBS estructurados emitidos por agencias

DETRACTORES

- La exposición al crédito hipotecario sénior, incluidos los RMBS y los CMBS no emitidos por agencias
- La exposición a CLO sénior

POSICIONAMIENTO Y PERSPECTIVAS

- **MBS emitidos por agencias** – Recortamos nuestra exposición a MBS emitidos por agencias durante el mes. Noviembre fue el segundo mes desde que la Fed abandonó el mercado hipotecario. El techo de reinversión se ha aumentado hasta los 20.000 millones de USD, aunque las posiciones en MBS de la Fed ya no se reducen lo suficientemente rápido para alcanzar la cota máxima. Tras la salida de la Fed, los MBS emitidos por agencias han vuelto a sus valoraciones normales desde una perspectiva histórica, si bien se han situado en el tramo más económico. Sin la participación de la Fed, esperamos que la base de los MBS muestre una mayor volatilidad, pero, en este entorno, prevemos un aumento de las oportunidades de valor relativo entre cupones, emisores y tipos de garantía.
- **MBS estructurados emitidos por agencias** – Mantenemos la exposición a títulos solo de interés (IO), de tipo variable inverso, y solo de interés con tipo inverso (IIO), para aprovechar las características atractivas de amortización anticipada y garantías.
- **Crédito titulizado** – PIMCO mantiene el optimismo en relación con el crédito titulizado estadounidense sénior. Los MBS no emitidos por agencias destacan por su atractivo, puesto que la vivienda se mantiene blindada frente a los principales riesgos a los que se enfrentan los mercados mundiales. Creemos que los CMBS siguen siendo una buena apuesta defensiva al tiempo que proporcionan diversificación en comparación con el crédito corporativo con calificación «investment grade», y, entre los ABS de alta calidad, preferimos los CLO sénior y los préstamos a estudiantes.
- **Duración** – Durante el mes redujimos nuestra exposición a duración. Seguimos considerando que la exposición a duración constituye una fuente valiosa de diversificación y ajustaremos las posiciones en función de las oscilaciones de los tipos de interés.

PIMCO GIS GLOBAL LOW DURATION REAL RETURN FUND

Rentabilidad	nov '18	YTD	1 año	3 años	5 años	10 años	DL
Fondo (neta de comisiones)	-0.10	0.19	0.29	1.59	-	-	0.74
Indice	0.04	0.93	1.07	1.71	-	-	0.91

FUENTE: PIMCO. A 30 noviembre 2018.

**La rentabilidad pasada no es garantía ni un indicador confiable de los resultados futuros y no se garantiza que se obtendrán rentabilidades similares en el futuro.**

PIMCO GIS Global Low Duration Real Return Fund, Institutional, Accumulation, USD. Fecha de lanzamiento: 18 febrero 2014. Índice: Bloomberg Barclays World Govt ILB 1-5yr Index (USD Hedged). El índice se muestra únicamente con el propósito de comparar rendimientos.

PRINCIPALES DETERMINANTES DE LA RENTABILIDAD

CONTRIBUIDORES

- Una selección de posiciones en el sector de los spreads, específicamente en titulaciones hipotecarias residenciales
- La sobreponderación de la duración real de Estados Unidos
- La infraponderación de los puntos muertos de inflación en Alemania

DETRACTORES

- El posicionamiento en la curva de tipos reales británicos
- La infraponderación de la duración nominal estadounidense
- La infraponderación de la duración nominal británica

POSICIONAMIENTO Y PERSPECTIVAS

• **Perspectivas cíclicas de inflación**

Prevedemos que, en Estados Unidos, la inflación del IPC subyacente cierre el año en torno al 2,3%-2,4%. Anticipamos que el mayor equilibrio entre la oferta y la demanda de mano de obra apuntale el crecimiento de los salarios y la inflación del sector de servicios con el paso del tiempo. La posibilidad de que la nueva administración emprenda un nuevo programa de relajación fiscal sigue constituyendo un factor de riesgo al alza. En cuanto a la zona euro, vaticinamos un aumento más lento de la inflación debido a las débiles presiones salariales y al reciente fortalecimiento del euro. En el Reino Unido, resulta probable que sigamos asistiendo a una tendencia bajista tras un repunte transitorio de la inflación como consecuencia de la acusada depreciación de la libra esterlina tras el voto a favor del «Brexít». Puede que seamos testigos también del aumento de la inflación en Japón, donde el desempleo se encuentra en mínimos históricos. En los mercados emergentes, anticipamos una divergencia en las trayectorias de crecimiento e inflación de los diferentes países, habida cuenta de las noticias específicas procedentes de cada país y las tensiones geopolíticas.

• **Perspectivas seculares de inflación**

Durante el horizonte secular, anticipamos un repunte de las tasas de inflación hacia los objetivos de los bancos centrales. Pese a nuestra previsión de que la tasa de inflación se sitúe en torno a los objetivos de los bancos centrales, consideramos que existen significativos riesgos al alza, puesto que la línea que separa la política fiscal de la monetaria resulta cada vez más difusa. La reciente tendencia de una transición gradual de la política monetaria a la política fiscal también plantea nuevos riesgos de inflación al alza de cara al futuro. Prevedemos que los factores impulsores de la inflación mundial serán más equilibrados que en años anteriores, y que tanto los bienes como los servicios contribuirán al aumento de los precios. La contribución a la inflación procedente de los precios de las materias primas será probablemente más moderada que en los últimos años. Apostamos por unos precios de las materias primas más estables en el futuro, dada nuestra convicción de que el superciclo de las materias primas que duró toda la primera década de este siglo y la posterior corrección de precios que hemos sufrido estos últimos años ya han quedado atrás. La inflación del sector servicios debería estar apoyada por unas economías que vuelven a crecer, unos salarios al alza y una revalorización de los precios de la vivienda.

• **Bonos indexados a la inflación**

Creemos que una asignación a bonos mundiales ligados a la inflación puede tener sentido por dos motivos: En primer lugar, en general, una cartera bien diversificada debería incorporar cobertura frente a todos los riesgos a largo plazo, incluidos los riesgos de inflación. Por ejemplo, aunque el escenario base no prevea una inflación desbocada, podría resultar prudente cubrirse frente a una sorpresa en el frente de la inflación, puesto que ni la renta variable ni la renta fija mostrarían un buen comportamiento en ese caso. En segundo lugar, si bien nuestras perspectivas seculares básicas prevén un aumento de la inflación hacia los objetivos de los bancos centrales, nuestro escenario adverso durante los cinco próximos años sugiere una inflación más elevada, a diferencia de los cinco últimos años, cuando lo peor que cabía esperar era una inflación más baja o incluso deflación. Detectamos muchos instrumentos indexados a la inflación, como los TIPS estadounidenses, que ofrecen cobertura a precios atractivos en la coyuntura actual, probablemente porque muchos participantes del mercado siguen anclados en el pasado, cuando estaban más justificados sus temores de deflación o de una «inflación baja». A nuestro parecer, los mercados de renta fija estadounidense cotizan todavía con unas primas de riesgo insuficientes en vista de los riesgos futuros para la inflación.

PIMCO GIS GLOBAL REAL RETURN FUND

Rentabilidad	nov '18	YTD	1 año	3 años	5 años	10 años	DL
Fondo (neta de comisiones)	-1.03	-1.81	-0.94	3.61	3.54	6.04	4.71
Indice	-0.67	-1.04	0.02	3.46	3.66	5.02	4.56

FUENTE: PIMCO. A 30 noviembre 2018.

**La rentabilidad pasada no es garantía ni un indicador confiable de los resultados futuros y no se garantiza que se obtendrán rentabilidades similares en el futuro.**

PIMCO GIS Global Real Return Fund, Institutional, Accumulation, USD. Fecha de lanzamiento: 30 septiembre 2003.

Indice: Bloomberg Barclays World Government Inflation-Linked Bond USD Hedged Index. El índice se muestra únicamente con el propósito de comparar rendimientos.

PRINCIPALES DETERMINANTES DE LA RENTABILIDAD

CONTRIBUIDORES

- Una selección de posiciones en el sector de los spreads, específicamente en titulizaciones hipotecarias residenciales
- La sobreponderación de la duración real de Estados Unidos

DETRACTORES

- La infraponderación de la duración nominal estadounidense
- El posicionamiento en la curva de tipos reales británicos
- La infraponderación de la duración nominal británica

POSICIONAMIENTO Y PERSPECTIVAS

• **Perspectivas cíclicas de inflación**

Prevedemos que, en Estados Unidos, la inflación del IPC subyacente cierre el año en torno al 2,3%-2,4%. Anticipamos que el mayor equilibrio entre la oferta y la demanda de mano de obra apuntale el crecimiento de los salarios y la inflación del sector de servicios con el paso del tiempo. La posibilidad de que la nueva administración emprenda un nuevo programa de relajación fiscal sigue constituyendo un factor de riesgo al alza. En cuanto a la zona euro, vaticinamos un aumento más lento de la inflación debido a las débiles presiones salariales y al reciente fortalecimiento del euro. En el Reino Unido, resulta probable que sigamos asistiendo a una tendencia bajista tras un repunte transitorio de la inflación como consecuencia de la acusada depreciación de la libra esterlina tras el voto a favor del «Brexít». Puede que seamos testigos también del aumento de la inflación en Japón, donde el desempleo se encuentra en mínimos históricos. En los mercados emergentes, anticipamos una divergencia en las trayectorias de crecimiento e inflación de los diferentes países, habida cuenta de las noticias específicas procedentes de cada país y las tensiones geopolíticas.

• **Perspectivas seculares de inflación**

Durante el horizonte secular, anticipamos un repunte de las tasas de inflación hacia los objetivos de los bancos centrales. Pese a nuestra previsión de que la tasa de inflación se sitúe en torno a los objetivos de los bancos centrales, consideramos que existen significativos riesgos al alza, puesto que la línea que separa la política fiscal de la monetaria resulta cada vez más difusa. La reciente tendencia de una transición gradual de la política monetaria a la política fiscal también plantea nuevos riesgos de inflación al alza de cara al futuro. Prevedemos que los factores impulsores de la inflación mundial serán más equilibrados que en años anteriores, y que tanto los bienes como los servicios contribuirán al aumento de los precios. La contribución a la inflación procedente de los precios de las materias primas será probablemente más moderada que en los últimos años. Apostamos por unos precios de las materias primas más estables en el futuro, dada nuestra convicción de que el superciclo de las materias primas que duró toda la primera década de este siglo y la posterior corrección de precios que hemos sufrido estos últimos años ya han quedado atrás. La inflación del sector servicios debería estar apoyada por unas economías que vuelven a crecer, unos salarios al alza y una revalorización de los precios de la vivienda.

• **Bonos indexados a la inflación**

Creemos que una asignación a bonos mundiales ligados a la inflación puede tener sentido por dos motivos: En primer lugar, en general, una cartera bien diversificada debería incorporar cobertura frente a todos los riesgos a largo plazo, incluidos los riesgos de inflación. Por ejemplo, aunque el escenario base no prevea una inflación desbocada, podría resultar prudente cubrirse frente a una sorpresa en el frente de la inflación, puesto que ni la renta variable ni la renta fija mostrarían un buen comportamiento en ese caso. En segundo lugar, si bien nuestras perspectivas seculares básicas prevén un aumento de la inflación hacia los objetivos de los bancos centrales, nuestro escenario adverso durante los cinco próximos años sugiere una inflación más elevada, a diferencia de los cinco últimos años, cuando lo peor que cabía esperar era una inflación más baja o incluso deflación. Detectamos muchos instrumentos indexados a la inflación, como los TIPS estadounidenses, que ofrecen cobertura a precios atractivos en la coyuntura actual, probablemente porque muchos participantes del mercado siguen anclados en el pasado, cuando estaban más justificados sus temores de deflación o de una «inflación baja». A nuestro parecer, los mercados de renta fija estadounidense cotizan todavía con unas primas de riesgo insuficientes en vista de los riesgos futuros para la inflación.

PIMCO GIS EMERGING LOCAL BOND FUND

Rentabilidad	nov '18	YTD	1 año	3 años	5 años	10 años	DL
Fondo (neta de comisiones)	2.88	-8.66	-6.91	4.04	-2.09	3.94	1.78
Indice	2.81	-7.42	-5.55	4.66	-1.32	4.29	2.41

FUENTE: PIMCO. A 30 noviembre 2018.

**La rentabilidad pasada no es garantía ni un indicador confiable de los resultados futuros y no se garantiza que se obtendrán rentabilidades similares en el futuro.**

PIMCO GIS Emerging Local Bond Fund, Institutional, Accumulation, USD. Fecha de lanzamiento: 11 diciembre 2007.

Indice: JPMorgan Government Bond Index-Emerging Markets Global Diversified Index (Unhedged). El índice se muestra únicamente con el propósito de comparar rendimientos.

PRINCIPALES DETERMINANTES DE LA RENTABILIDAD

CONTRIBUIDORES

- La infraponderación de los tipos del tramo largo de la curva mexicana, que tendieron al alza porque siguieron acrecentándose los temores del mercado respecto de las políticas de la nueva administración
- La sobreponderación de los tipos locales indonesios, que se redujeron al disiparse la preocupación por el exceso de oferta de bonos en moneda local y mejorar la confianza de los inversores en los mercados locales de Indonesia
- La posición de cara al aplanamiento en la curva israelí, que no está incluida en el índice de referencia, puesto que la subida de tipos del Banco Central de Israel sorprendió a los mercados

DETRACTORES

- La leve infraponderación de la divisa y los tipos del tramo corto de Turquía, puesto que los rendimientos turcos retrocedieron y la divisa se apreció después de que la cuenta corriente turca mantuviera el superávit por segundo mes consecutivo
- La sobreponderación del rublo ruso, que se depreció en un entorno acusado retroceso de los precios del petróleo y recrudescimiento de las tensiones geopolíticas con Ucrania por el control del estrecho de Kerch

POSICIONAMIENTO Y PERSPECTIVAS

- En el horizonte secular, PIMCO estima que la deuda de los mercados emergentes en moneda local se beneficiará de un «yield» atractivo en términos nominales y reales, de la apreciación secular de las divisas emergentes, de la convergencia con los tipos de interés de los mercados desarrollados y el apoyo de una base de inversores que va en aumento. La diversificación entre factores de riesgo sigue siendo una característica valiosa a largo plazo de la asignación a la deuda local de mercados emergentes.
- Nuestras perspectivas cíclicas para los mercados emergentes son ahora más matizadas, pero creemos que este entorno podría proporcionar oportunidades interesantes de alfa a PIMCO en su calidad de gestor activo
- El telón de fondo mundial se mantiene incierto, con presencia de riesgos tanto bajistas (tensiones comerciales, crecimiento mundial menos sincronizado, perturbaciones potenciales de la zona euro) como alcistas (normalización gradual de la Fed, postura acomodaticia tanto del BCE como del BOJ, respaldo del crecimiento mundial a los precios de las materias primas) para los mercados emergentes
- La situación macroeconómica en la mayoría de los países emergentes sigue siendo favorable, y los responsables de política cuentan con herramientas y amortiguadores suficientes para hacer frente a posibles impactos externos. Dicho esto, también existen puntos débiles de vulnerabilidad entre países destacados de los mercados emergentes (cabe señalar a Turquía y Argentina), y la confluencia de esos riesgos idiosincráticos ha sido uno de los principales motores de la volatilidad en los mercados emergentes en lo que va de año y probablemente seguirá siendo un factor significativo en los próximos 3-6 meses.
- Las valoraciones se han abaratado significativamente desde el principio de 2018 y, en nuestra opinión, los fundamentales sólidos, en general, de los mercados emergentes deberían continuar aportando un ancla a la beta de la clase de activos
- Por lo que respecta a la duración de los mercados emergentes en moneda local, mantenemos una sobreponderación en la sudafricana, que ofrece un «carry» real atractivo y elevado. Además, seguimos poniendo el énfasis en oportunidades técnicas, como la gestión de pasivos, posibles inclusiones en el índice, el respaldo del FMI, y lo expresamos con la inclusión de valores cuasisoberanos denominados en tengues kazajos, grivnas ucranianas y CLN denominados en rupias indonesias. Por otro lado, estamos infraponderados en la duración local de Chile, donde la continua recuperación económica probablemente llevará al Banco Central a suprimir gradualmente su política monetaria acomodaticia. También mantenemos una infraponderación en Colombia, donde vemos riesgos alcistas para la inflación.
- En términos de divisas de los mercados emergentes, continuamos favoreciendo una cesta de monedas de alto «carry» (sobreponderación del rublo ruso, el peso argentino y el peso colombiano) y financiamos parcialmente estas operaciones con una infraponderación a una selección de monedas asiáticas (yuan chino y dólar taiwanés). También mantenemos la posición de valor relativo de las divisas de la Europa Central y Oriental, que consiste en una posición infraponderada en el florin húngaro (medidas poco ortodoxas del Banco Central, que defiende una moneda débil) y el leu rumano (riesgo de inflación al alza) y sobreponderada en la corona checa (postura contractiva del banco central) y el esloti polaco (valoración interesante combinada con la baja inflación y el crecimiento elevado). Por último, en un esfuerzo por diversificar el fondo evitando el beta de las divisas de los países emergentes, mantenemos la exposición a las letras del Tesoro de Nigeria y de Egipto, que ofrecen un «carry» atractivo y se benefician de unos factores técnicos propicios.

PIMCO GIS EMERGING MARKETS BOND FUND

Rentabilidad	nov '18	YTD	1 año	3 años	5 años	10 años	DL
Fondo (neta de comisiones)	-0.45	-5.70	-5.08	4.96	3.51	8.15	8.97
Índice	-0.39	-5.98	-5.39	3.71	4.00	8.44	8.10

FUENTE: PIMCO. A 30 noviembre 2018.

**La rentabilidad pasada no es garantía ni un indicador confiable de los resultados futuros y no se garantiza que se obtendrán rentabilidades similares en el futuro.**

PIMCO GIS Emerging Markets Bond Fund, Institutional, Accumulation, USD. Fecha de lanzamiento: 31 julio 2001.

Índice: JPMorgan Emerging Markets Bond Index (EMBI) Global. El índice se muestra únicamente con el propósito de comparar rendimientos.

PRINCIPALES DETERMINANTES DE LA RENTABILIDAD

CONTRIBUIDORES

- La infraponderación de la deuda cuasisoberana kazaja, que quedó rezagada respecto del índice por el desplome de los precios del petróleo
- La infraponderación de la deuda soberana libanesa, que evolucionó peor que el índice, puesto que un valor de alto rendimiento y beta elevada sufrió ventas masivas en los mercados mundiales de crédito y materias primas
- La infraponderación de la sensibilidad al crédito («spread duration») de los mercados emergentes, puesto que los diferenciales de la deuda emergente en moneda extranjera se ampliaron a la par que los diferenciales del crédito mundial

DETRACTORES

- La sobreponderación de la deuda soberana noruega, que quedó rezagada respecto del índice por el desplome de los precios del petróleo
- La infraponderación de la deuda cuasisoberana china, que superó al índice dada la expectativa de que la reunión entre Trump y Xi durante la cumbre del G20 daría lugar a avances en el conflicto comercial entre China y Estados Unidos
- La infraponderación de la deuda soberana filipina, que se comportó mejor que el índice, puesto que un valor de alta calidad sufrió ventas masivas en los mercados mundiales de crédito y materias primas

POSICIONAMIENTO Y PERSPECTIVAS

- PIMCO considera que, en el horizonte secular, la incorporación de la deuda de los mercados emergentes en las carteras de los inversores constituye una opción interesante debido a las ventajas estructurales de la clase de activos con respecto a los mercados desarrollados, a los factores técnicos favorables y a un atractivo perfil de riesgo/rentabilidad.
- Nuestras perspectivas cíclicas para los mercados emergentes son ahora más matizadas, pero creemos que este entorno podría proporcionar oportunidades interesantes de alfa a PIMCO en su calidad de gestor activo
- El telón de fondo mundial se mantiene incierto, con presencia de riesgos tanto bajistas (tensiones comerciales, crecimiento mundial menos sincronizado, perturbaciones potenciales de la zona euro) como alcistas (normalización gradual de la Fed, postura acomodaticia tanto del BCE como del BOJ, respaldo del crecimiento mundial a los precios de las materias primas) para los mercados emergentes
- La situación macroeconómica en la mayoría de los países emergentes sigue siendo favorable, y los responsables de política cuentan con herramientas y amortiguadores suficientes para hacer frente a posibles impactos externos. Dicho esto, también existen puntos débiles de vulnerabilidad entre países destacados de los mercados emergentes (cabe señalar a Turquía y Argentina), y la confluencia de esos riesgos idiosincráticos ha sido uno de los principales motores de la volatilidad en los mercados emergentes en lo que va de año y probablemente seguirá siendo un factor significativo en los próximos 3-6 meses.
- Las valoraciones se han abaratado significativamente desde el principio de 2018 y, en nuestra opinión, los sólidos fundamentales, en general, de los mercados emergentes deberían empezar a actuar como un ancla a la beta de la clase de activos
- Hacemos hincapié en la cautela en nuestra posición y preferimos extraer alfa en posiciones ascendentes en lugar de en grandes previsiones de riesgos macroeconómicos descendentes (top-down):
  - En términos de posicionamiento macroeconómico, el fondo mantiene ligeras infraponderaciones con respecto a la duración en Estados Unidos y a la sensibilidad al crédito («spread duration») de los mercados emergentes.
  - En términos de posicionamiento geográfico, nuestras posiciones se establecen en torno a varios temas. En primer lugar, mantenemos una ligera sobreponderación en los valores que cuentan con el respaldo del FMI y reformas creíbles (Argentina, Costa de Marfil y Mongolia). En segundo lugar, seguimos centrándonos en títulos de elevado «carry» y corta duración, que podrían resultar útiles en materia de gestión de pasivos (Ucrania). En tercer lugar, mantenemos exposición a países fuera del índice que muestran mejoras en su trayectoria crediticia (Israel y Albania). En cuarto lugar, antes de su inclusión en la familia de índices JPM EMBIG en 2019, contamos con posiciones en países del Consejo de Cooperación del Golfo (CCG) (Arabia Saudí y Catar). En quinto lugar, limitamos la exposición del fondo a los países que presentan riesgo de sanciones o de escalada de tensiones comerciales (Rusia y China). En último lugar, pero no por ello menos importante, contrarrestamos la exposición global mediante la infraponderación de países con poco margen de maniobra en caso de otra contracción de los diferenciales (Filipinas, Malasia, Hungría y Perú)

PIMCO GIS EMERGING MARKETS CORPORATE BOND FUND

Rentabilidad	nov '18	YTD	1 año	3 años	5 años	10 años	DL
Fondo (neta de comisiones)	-0.46	-1.63	-1.24	5.73	2.88	-	4.68
Indice	-0.21	-2.51	-2.27	4.63	4.47	-	5.92

FUENTE: PIMCO. A 30 noviembre 2018.

**La rentabilidad pasada no es garantía ni un indicador confiable de los resultados futuros y no se garantiza que se obtendrán rentabilidades similares en el futuro.**

PIMCO GIS Emerging Markets Corporate Bond Fund, Institutional, Accumulation, USD. Fecha de lanzamiento: 12 noviembre 2009.

Indice: JPMorgan Corporate Emerging Markets Bond Index Diversified (CEMBI). El índice se muestra únicamente con el propósito de comparar rendimientos.

PRINCIPALES DETERMINANTES DE LA RENTABILIDAD

CONTRIBUIDORES

- La infraponderación de la deuda corporativa mexicana, que se situó a la zaga del índice porque siguieron acrecentándose los temores del mercado respecto de las políticas de la nueva administración
- La infraponderación de la sensibilidad al crédito («spread duration») de la deuda corporativa de los mercados emergentes, puesto que los diferenciales de la deuda corporativa emergente se ampliaron a la par que los diferenciales del crédito mundial

DETRACTORES

- La sobreponderación de la deuda corporativa ucraniana, que evolucionó peor que el índice por el recrudescimiento de las tensiones geopolíticas con Rusia por el control del estrecho de Kerch
- La sobreponderación de la deuda corporativa de Ghana, que quedó rezagada respecto del índice tras la publicación del presupuesto para 2019, que muestra una persistente rentabilidad inferior de los ingresos en 2018 y una postura considerablemente laxa en materia fiscal de cara a 2019
- La infraponderación de la deuda cuasisoberana y corporativa de Corea del Sur, que despuntó dada la expectativa de que la reunión entre Trump y Xi durante la cumbre del G20 daría lugar a avances en el conflicto comercial entre China y Estados Unidos

POSICIONAMIENTO Y PERSPECTIVAS

- PIMCO considera que, en el horizonte secular, la incorporación de la deuda de los mercados emergentes en las carteras de los inversores constituye una opción interesante debido a las ventajas estructurales de la clase de activos con respecto a los mercados desarrollados, a los factores técnicos favorables y a un atractivo perfil de riesgo/rentabilidad. La deuda corporativa emergente sigue contando con unos argumentos a su favor debido a los buenos datos demográficos, la reducción de los niveles de endeudamiento en general y un crecimiento económico más sólido que el de las economías de los mercados desarrollados.
- Nuestras perspectivas cíclicas para los mercados emergentes se han matizado, pero creemos que este entorno podría proporcionar oportunidades interesantes de alfa para PIMCO en su calidad de gestor activo.
- El telón de fondo mundial se mantendrá incierto, con presencia de riesgos tanto bajistas (tensiones comerciales, crecimiento mundial menos sincronizado, perturbaciones potenciales de la zona euro) como alcistas (normalización gradual de la Fed, postura acomodaticia tanto del BCE como del BOJ, respaldo del crecimiento mundial a los precios de las materias primas) para los mercados emergentes.
- La situación macroeconómica en la mayoría de los países emergentes sigue siendo favorable y no presenta grandes desequilibrios. Sin embargo, los riesgos políticos, geopolíticos y comerciales a los que son propensos algunos países emergentes proporcionan un cierto equilibrio a la situación fundamental, por lo demás positiva, de los países emergentes.
- Las valoraciones se han abaratado en el segundo y tercer trimestre de 2018 y, en nuestra opinión, los sólidos fundamentales en general de los mercados emergentes podrían empezar a anclar la beta de la clase de activos
- En cuanto al posicionamiento de la cartera, el fondo mantiene su posición infraponderada en la duración estadounidense por la ruta de la Reserva Federal hacia la normalización de los tipos y la incertidumbre en torno a su reacción ante el aumento de la inflación y el repunte de la volatilidad de mercado. El fondo también se mantiene infraponderado en duración de la deuda corporativa de los mercados emergentes, puesto que tratamos de obtener alfa a través de nuestras apuestas ascendentes («bottom-up»), en lugar de por nuestras grandes posiciones macroeconómicas descendentes («top-down»).
- El fondo sigue inclinándose por las empresas con modelos de negocio competitivos, una sólida calidad crediticia y con potencial de mantener su estatus en un contexto de mayor volatilidad y mayores restricciones en el crédito. Nos centramos en la selección de créditos para identificar oportunidades con una relación atractiva de riesgo y rentabilidad en el mercado primario. Más específicamente, nos centramos en emisores corporativos con buenos datos crediticios que sean más inmunes a los riesgos soberanos. Preferimos los valores financieros de países donde el sector goce de márgenes elevados y una base de capital inicial sólida (como determinados bancos brasileños y turcos). Asimismo, sobreponderamos la deuda sénior en detrimento de la subordinada, puesto que son insuficientes las primas ofrecidas por unos riesgos mayores a medida que se desciende en la estructura de capital. En petróleo y gas, mantenemos sobreponderaciones en compañías que están incrementando su producción al tiempo que reducen su base de costes (como los productores de petróleo brasileños, colombianos y ghaneses). Por último, seguimos ocupando una posición defensiva en sectores dependientes de la demanda interna en países con posibilidades de sufrir un descenso de su crecimiento económico (como el sector de bienes de consumo en China y México).



PIMCO GIS DYNAMIC BOND FUND

Rentabilidad	nov '18	YTD	1 año	3 años	5 años	10 años	DL
Fondo (neta de comisiones)	-0.30	1.30	1.30	3.73	2.08	-	2.88
Indice	0.19	1.79	1.91	1.12	0.74	-	0.51

FUENTE: PIMCO. A 30 noviembre 2018.

**La rentabilidad pasada no es garantía ni un indicador confiable de los resultados futuros y no se garantiza que se obtendrán rentabilidades similares en el futuro.**

PIMCO GIS Dynamic Bond Fund, Institutional, Accumulation, USD. Fecha de lanzamiento: 15 diciembre 2008.

Indice: 1 Month USD LIBOR Index. El índice se muestra únicamente con el propósito de comparar rendimientos.

PRINCIPALES DETERMINANTES DE LA RENTABILIDAD

CONTRIBUIDORES

- La exposición larga a la duración estadounidense, principalmente en el tramo central de la curva
- La exposición larga a la lira turca

DETRACTORES

- La exposición larga a titulización hipotecaria de no agencia
- La posición larga a crédito corporativo con calificación investment grade
- La exposición corta a la duración italiana

POSICIONAMIENTO Y PERSPECTIVAS

- **Estrategias de tipos de interés** – Mantenemos un posicionamiento largo en duración global, sobre todo a través de nuestra exposición larga a la duración estadounidense, al tiempo que mantenemos nuestras posiciones cortas en la duración del Reino Unido, Europa y Japón. Seguimos apostando por la duración estadounidense, dadas las mejores valoraciones relativas y su valor defensivo en el supuesto de darse un escenario de mercado caracterizado por la aversión al riesgo. La posición corta en la duración japonesa en el tramo a 10 años de la curva está basada en la opinión de que el mayor crecimiento interno debería allanar el terreno a una política monetaria más contractiva por parte del Banco de Japón. Esta posición proporciona a la cartera una forma eficiente de cobertura frente a las subidas de tipos a escala mundial. También mantuvimos una discreta exposición a los tipos locales a través de los tipos mexicanos.
- **Valores del Tesoro protegidos contra la inflación (TIPS)** – Mantenemos nuestra posición larga en el punto muerto de inflación estadounidense (+0,8 TIPS DWE), para así aprovechar la fortaleza de los mercados laborales de EE. UU. y el potencial de repunte de la inflación en la economía del país norteamericano.
- **Hipotecas** – En la actualidad, contamos con un posicionamiento largo en MBS no emitidos por agencias, puesto que siguen brindando unos rendimientos atractivos en relación con otros sectores de la renta fija. Prevemos que la demanda de activos de «spread» de elevada calidad seguirá ofreciendo un considerable respaldo para el sector, que continuará beneficiándose de una limitada nueva oferta, así como de la mejora de los fundamentales de los créditos hipotecarios derivada de la sostenida recuperación del mercado de la vivienda estadounidense. También mantenemos una exposición larga a los MBS emitidos por agencias, dado su excedente de rendimiento atractivo frente a los títulos del Tesoro y su posicionamiento más defensivo que el crédito «investment grade».
- **Deuda corporativa** – Seguimos siendo prudentes con el riesgo del crédito corporativo tradicional, puesto que las valoraciones del crédito nos parecen poco atractivas en vista de los actuales niveles de los diferenciales. Pretendemos diversificar la cartera invirtiendo en sectores no cíclicos con potencial para generar un rendimiento atractivo. Conservamos nuestro posicionamiento largo en ciertos créditos con calificación «investment grade» privilegiando los del sector financiero. Contamos con una exposición selectiva al crédito de alto rendimiento, puesto que nos mantenemos prudentes en cuanto al riesgo de diferenciales en otros componentes de la cartera.
- **Mercados emergentes** – Mantenemos un posicionamiento táctico, con posiciones modestas en títulos de deuda denominados en moneda extranjera y cuasisoberanos de los mercados emergentes, por sus ventajas en términos de diversificación y rendimiento, y su potencial limitado de pérdidas financieras a largo plazo.
- **Divisas** – Contamos con un posicionamiento largo en divisas vinculadas a materias primas con un «carry» elevado que su precio muestra los riesgos que acechan al comercio mundial (RUB, TRY, ARS), y conservamos nuestro posicionamiento corto en una cesta de divisas asiáticas de reducido «carry» con el fin de cubrir el riesgo de China/materias primas (SGD, TWD). Mantenemos una posición larga en USD frente a una posición corta en una cesta de divisas de los mercados desarrollados (AUD, CAD, JPY, EUR).

PIMCO GIS GLOBAL LIBOR PLUS BOND FUND

Rentabilidad	nov '18	YTD	1 año	3 años	5 años	10 años	DL
Fondo (neta de comisiones)	-0.18	0.84	0.74	-	-	-	2.82
Indice	0.19	1.79	1.91	-	-	-	1.17

FUENTE: PIMCO. A 30 noviembre 2018.

**La rentabilidad pasada no es garantía ni un indicador confiable de los resultados futuros y no se garantiza que se obtendrán rentabilidades similares en el futuro.**

PIMCO GIS Global Libor Plus Fund, Institutional, Accumulation, USD. Fecha de lanzamiento: 29 enero 2016.

Indice: 1 Month USD LIBOR Index. El índice se muestra únicamente con el propósito de comparar rendimientos.

PRINCIPALES DETERMINANTES DE LA RENTABILIDAD

CONTRIBUIDORES

- La exposición a la duración estadounidense, debido a la caída de los "yields"
- La modesta exposición larga a la lira turca, que se apreció con respecto al dólar estadounidense

DETRACTORES

- La exposición al sector financiero, debido a la ampliación de los spreads de los títulos en este sector
- La exposición a MBS no emitidos por agencias, puesto que estos títulos arrojaron resultados negativos

POSICIONAMIENTO Y PERSPECTIVAS

- **Resumen de los posicionamientos** – Dadas las valoraciones generalmente elevadas, el Fondo está adoptando una postura más cauta tanto en el riesgo de los tipos de interés como el riesgo crediticio. La prioridad fundamental se encuentra en la conservación del capital y la generación de una rentabilidad incremental a través de las diversas oportunidades presentes en los yields y en el valor relativo.
- **Deuda corporativa** – Existen determinados créditos corporativos de elevada calidad que, en nuestra opinión, tienen atractivo, y nos centramos en las oportunidades de algunos créditos que sacan partido del crecimiento en Estados Unidos y de un resistente sector de la vivienda. Detectamos una serie de oportunidades interesantes en el capital bancario británico, cuyo atractivo radica en su elevada calidad y una tasa baja de préstamos fallidos, además de contar con el apoyo del banco central y el Gobierno.
- **Hipotecas** – Podemos encontrar valor en la deuda titulizada, como los MBS de no agencias. Nuestra posición actual es «long» en los MBS de no agencia al tratarse de una fuente interesante de yield en comparación con otros sectores de la renta fija, que continúa beneficiándose de una limitada nueva oferta, así como de la mejora de los fundamentales de los créditos hipotecarios derivada de la recuperación sostenida del mercado de la vivienda estadounidense.
- **Estrategias de tipos de interés** – Mantenemos la duración de la cartera hacia el tramo inferior del rango estructural, con una concentración en la duración estadounidense, dadas las mejores valoraciones y su valor defensivo en el supuesto de darse un escenario de aversión al riesgo. Nuestro posicionamiento se concentra en los vencimientos intermedios. También mantenemos una posición modesta en TIPS estadounidenses a medio plazo, ya que PIMCO considera que el riesgo de inflación estadounidense se encuentra infravalorado, y la inflación debería avanzar cíclicamente hacia el nivel objetivo. Por otro lado, el fondo adopta una posición corta en la duración intermedia japonesa sobre la base de la creciente opinión de que el mayor crecimiento interno debería allanar el terreno a una política monetaria más restrictiva en el Banco de Japón. Mantenemos una posición corta en la duración europea a través de Italia, dada la volatilidad potencial a medio plazo vinculada a la incertidumbre política y la reducción gradual del programa de expansión cuantitativa por parte del BCE.
- **Divisas** – Contamos con una posición larga en una determinada cesta de divisas de mercados emergentes con elevado «carry». Tenemos una línea larga en el USD frente a una posición corta en una cesta de divisas de mercados desarrollados (AUD, CAD, EUR y JPY).

PIMCO GIS STOCKSPPLUS FUND

Rentabilidad	nov '18	YTD	1 año	3 años	5 años	10 años	DL
Fondo (neta de comisiones)	1.61	3.92	5.08	11.96	10.67	15.72	6.16
Indice	1.96	4.54	5.66	11.47	10.44	13.59	5.54

FUENTE: PIMCO. A 30 noviembre 2018.

**La rentabilidad pasada no es garantía ni un indicador confiable de los resultados futuros y no se garantiza que se obtendrán rentabilidades similares en el futuro.**

PIMCO GIS StocksPLUS Fund™, Institutional, Accumulation, USD. Fecha de lanzamiento: 31 diciembre 1998.

Indice: S&P 500 Index (Net of dividend withholding tax). El índice se muestra únicamente con el propósito de comparar rendimientos.

PRINCIPALES DETERMINANTES DE LA RENTABILIDAD

CONTRIBUIDORES

- No existen factores positivos reseñables durante el mes

DETRACTORES

- Las posiciones en deuda corporativa con calificación «investment grade», puesto que los diferenciales se ampliaron
- La exposición corta a los tipos estadounidenses a largo plazo, pues los rendimientos se redujeron de forma generalizada a lo largo del mes
- Una selección de posiciones en valores del Tesoro de Estados Unidos protegidos contra la inflación (TIPS), puesto que los puntos muertos de inflación retrocedieron en vista de la continua debilidad de los precios del petróleo

POSICIONAMIENTO Y PERSPECTIVAS

Características de la cartera del índice de renta variable

S&P 500	
Número de valores	505
Dividend Yield	2,0
Capitalización media ponderada (miles de mill. USD)	195,6
Ratio PER histórico	19,8
Ratio PER previsto	17,1

Ponderación por sectores - Top 5	(VM%)
Tecnologías de la información	20
Atención sanitaria	16
Financieros	14
Servicios de comunicación	10
Consumo discrecional	10

**Nota:** El GIS StocksPLUS Fund replica de forma pasiva el índice S&P500 mediante la utilización de futuros y swaps. Los excedentes de rentabilidad se generan gestionando activamente una cartera de inversiones de alta calidad y corta duración en busca de alfa. De hecho, las estadísticas mostradas corresponden a la exposición del fondo al índice S&P 500, y las explicaciones sobre los factores de rentabilidad se refieren al comportamiento de la estrategia de alfa de renta fija.

- Renta variable** – Tras años de buenos resultados, la renta variable mundial ha experimentado una mayor volatilidad ante la subida de los tipos y las tensiones geopolíticas. Si bien los fundamentales son sólidos, las valoraciones de los mercados de renta variable siguen siendo exigentes si se comparan con el patrón histórico. Aunque el estímulo fiscal presenta potencial para seguir catapultando los mercados, advertimos que las empresas aún pueden afrontar escollos procedentes de la subida de los tipos de interés reales y unos costes laborales potencialmente más altos. Las políticas menos predecibles y quizá menos favorables al mercado de los bancos centrales podrían traer consigo una mayor volatilidad de las rentabilidades de la renta variable en los próximos años.
- Estrategia de alfa de renta fija** – En el contexto de la estrategia de alfa de renta fija, la cartera se posiciona con el fin de beneficiarse de la potencial subida de los tipos de interés a corto plazo de Estados Unidos. Seguimos manteniendo los TIPS frente a los títulos del Tesoro, ya que las previsiones de la inflación integradas en los mercados siguen en cotas bajas pese a la reciente evolución en los puntos «breakeven» de inflación. Seguimos apostando por los MBS de no agencia, que deberían continuar beneficiándose de la fortaleza del mercado de la vivienda estadounidense.

PIMCO GIS EURO INCOME BOND FUND

Rentabilidad	nov '18	YTD	1 año	3 años	5 años	10 años	DL
Fondo (neta de comisiones)	-0.89	-1.02	-1.29	3.62	3.53	-	4.93
Indice	0.18	-0.40	-0.77	0.71	2.11	-	3.36

FUENTE: PIMCO. A 30 noviembre 2018.

**La rentabilidad pasada no es garantía ni un indicador confiable de los resultados futuros y no se garantiza que se obtendrán rentabilidades similares en el futuro.**

PIMCO GIS Euro Income Bond Fund, Institutional, Accumulation, EUR. Fecha de lanzamiento: 28 febrero 2011.

Indice: Bloomberg Barclays Euro Aggregate 1-10 Year Bond Index. El índice se muestra únicamente con el propósito de comparar rendimientos.

PRINCIPALES DETERMINANTES DE LA RENTABILIDAD

*Nota: factores positivos y negativos en términos absolutos*

CONTRIBUIDORES

- La exposición a la duración alemana, debido al descenso de los yields de los bunds
- La modesta exposición a la lira turca, que se apreció durante el mes

DETRACTORES

- La exposición a deuda corporativa investment grade y high yield, puesto que los spreads aumentaron
- La modesta exposición a la deuda de los mercados emergentes en moneda extranjera, debido a la ampliación de los "spreads"

POSICIONAMIENTO Y PERSPECTIVAS

- **Duración** – Mantenemos nuestra exposición a la duración europea, y concentramos la exposición en el tramo central de la curva de tipos, donde el «carry» reviste mayor atractivo. Mantenemos una modesta exposición corta a la duración japonesa, que podría ofrecer una cobertura frente al reajuste al alza de los tipos mundiales.
- **Crédito con calificación «investment grade»** – Seguimos otorgando prioridad a las entidades bancarias y financieras, dada la mejora de los fundamentales y los posibles beneficios procedentes de unos tipos de interés moderadamente más elevados y la desregulación. Dentro del segmento de crédito europeo, nos centramos en las empresas embarcadas en un proceso de desapalancamiento que disponen de unas robustas bases de activos. Privilegiamos los fabricantes de equipos y componentes de automóviles, habida cuenta de la base de ingresos diversificada, los elevados márgenes y el potencial de mejoras de la calificación. Asimismo, estamos fijando la mirada en determinados créditos denominados en dólares que ofrecen yields atractivos con cobertura de tipo de cambio frente al EUR.
- **Alto rendimiento** – Tras recortar la exposición a niveles de diferenciales reducidos, estamos incorporando exposición de forma selectiva donde las valoraciones han recuperado atractivo. Privilegiamos los préstamos bancarios de alta calidad que ofrecen un «carry» interesante y protección frente a pérdidas.
- **Activos de titulización** – Mantenemos una opinión favorable acerca del crédito titulado, especialmente los bonos de titulización hipotecaria (MBS) estadounidenses de no agencia, dados sus yields atractivos, el perfil de riesgo y nuestras perspectivas de revalorización del mercado de la vivienda de EE. UU. También privilegiamos los bonos de titulización de activos (ABS) europeos, que representan una fuente atractiva de spreads de elevada calidad.
- **Mercados Emergentes** - Conservamos una ligera exposición a una cesta de determinados créditos, en su mayoría cuasisoberanos, que se benefician de una gran liquidez, necesidades de financiación limitadas y una capacidad de reducción de sus costes en efectivo para preservar la liquidez.
- **Divisas** – El fondo mantiene una modesta posición larga en determinadas divisas emergentes que combinan precios interesantes y un «carry» elevado.

PIMCO GIS INCOME FUND

Rentabilidad	nov '18	YTD	1 año	3 años	5 años	10 años	DL
Fondo (neta de comisiones)	-0.07	-0.70	-0.56	4.63	5.00	-	6.01
Indice	0.60	-1.79	-1.34	1.33	2.03	-	1.42

FUENTE: PIMCO. A 30 noviembre 2018.

**La rentabilidad pasada no es garantía ni un indicador confiable de los resultados futuros y no se garantiza que se obtendrán rentabilidades similares en el futuro.**

PIMCO GIS Income Fund, Institutional, Accumulation, USD. Fecha de lanzamiento: 30 noviembre 2012.

Indice: Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Index. El índice se muestra únicamente con el propósito de comparar rendimientos.

PRINCIPALES DETERMINANTES DE LA RENTABILIDAD

*Nota: factores positivos y negativos en términos absolutos*

CONTRIBUIDORES

- La exposición a la duración estadounidense
- La exposición a una cesta de divisas de los mercados emergentes
- La exposición al tipo de efectivo estadounidense

DETRACTORES

- Las posiciones en deuda corporativa investment grade y high yield
- La exposición al sector del crédito titulado
- La cobertura frente a la duración japonesa
- Las posiciones en deuda emergente denominada en moneda local y en dólares estadounidenses

POSICIONAMIENTO Y PERSPECTIVAS

- **Estrategias de tipos de interés** – El fondo sigue haciendo hincapié en los países de alta calidad que, a nuestro parecer, cuentan con los balances más sólidos, como Australia. Seguimos concentrados en el tramo medio de la curva de tipos, donde observamos las oportunidades más interesantes. El fondo sigue viendo valor en los tipos estadounidenses, pero mantiene la cautela y está poniendo el foco en el posicionamiento en la curva. Además, mantenemos una posición corta en duración japonesa, pues ofrece una cobertura frente al ajuste al alza de los tipos mundiales.
- **Hipotecas** – PIMCO tiene una opinión favorable sobre los valores de titulación hipotecaria de no agencia, debido a sus atractivos yields y perfil de riesgo. Mantenemos los MBS emitidos por agencias y los tramos sénior de las posiciones en CMBS, ya que el sector ofrece un «spread seguro», además de un perfil de riesgo en el supuesto de que se produzca una huida hacia los títulos de calidad. Seguimos centrados en mantener la flexibilidad y contar con un grado elevado de liquidez en cartera, mediante la obtención de exposición al mercado de CMBS a través de los CMBX.
- **ABS** – PIMCO cree que los bonos de titulación de activos (Asset-Backed Securities) son una fuente atractiva de «spread» de alta calidad. Preferimos los valores que se benefician de apoyo gubernamental y un panorama técnico de oferta/demanda a largo plazo favorable, como los préstamos a estudiantes.
- **Crédito corporativo IG** – El fondo sigue privilegiando las inversiones de elevada calidad y los sectores con poca exposición a pérdidas, tales como el crédito investment grade. En cuanto al crédito IG, el fondo está buscando oportunidades de inversión en títulos que ofrecen una rentabilidad interesante ajustada al riesgo, incluidas las emisiones financieras y la deuda bancaria.
- **High Yield** – El fondo mantiene una postura selectiva en el sector del crédito corporativo de high yield, pues la fuerte evolución reciente ha presionado los spreads hasta niveles relativamente ajustados. El fondo sigue actuando con prudencia en su asignación al crédito de high yield, y prefiere adquirir exposición a través de los derivados de crédito (HY CDX) debido a su perfil de liquidez más atractivo. El fondo se ha mostrado cauto en cuanto al sector de alto rendimiento, y ha estado apostando por bandas superiores en la estructura de capital y por créditos de menor vencimiento, lo que debería brindar mayor protección a la cartera frente al riesgo bajista.
- **Mercados emergentes** – El fondo se propone mantener exposición a bonos corporativos y cuasibonos de una selección de países con condiciones preliminares sólidas y balances de alta calidad, como México, Brasil y Rusia. También mantenemos una exposición moderada a los tipos locales en emergentes, especialmente de México, como fuentes de diversificación de la duración.
- **Divisas** – Las posiciones en divisas seguirán teniendo un tamaño discreto, ya que las divisas pueden ser más volátiles que otras clases de activos. Seguimos adoptando una lectura táctica en nuestro posicionamiento en divisas, que en general es limitado, al mantener una posición larga en el dólar estadounidense frente a las divisas de los mercados desarrollados con el objeto de expresar nuestra visión acerca del crecimiento relativo y la senda de los tipos. También mantenemos una posición táctica larga en una cesta de divisas emergentes como fuente adicional de diversificación.
- **Liquidez estratégica** – El fondo mantiene una asignación estratégica a liquidez (efectivo y valores del Tesoro estadounidense) con el fin de mantener un elevado nivel global de liquidez en la cartera y ofrecer más flexibilidad para aprovechar las posibles oportunidades de utilizar el capital de manera oportunista.

\* Los «spreads seguros» se definen como aquellos sectores que, en nuestra opinión, ofrecen mayor resistencia ante las vicisitudes de una amplia gama de posibles escenarios económicos. Todas las inversiones conllevan un riesgo y pueden perder valor.

## EXCLUSIVAMENTE PARA USO PROFESIONAL

**Toda la información es correcta a 30 de noviembre de 2018, a menos que se indique otra cosa.  
Las rentabilidades pasadas no garantizan ni son un indicador fiable de las rentabilidades futuras.**

Este material refleja las opiniones del gestor. Dichas opiniones están sujetas a cambios sin previo aviso. Este material se distribuye exclusivamente con fines informativos, y no debe considerarse como asesoramiento de inversión ni como una recomendación respecto a ningún valor, estrategia o producto de inversión. La información incluida en el presente documento se ha obtenido de fuentes que se estiman fidedignas, aunque ello no puede garantizarse. Se prohíbe expresamente la reproducción total o parcial de este material con independencia del formato utilizado, así como la referencia a ella en cualquier otra publicación, sin previo permiso por escrito de PIMCO Europe Ltd (sociedad registrada en Inglaterra y Gales con el n.º 2604517), con domicilio social en 11 Baker Street, London, W1U 3AH (Reino Unido).

**Acerca del riesgo:** La inversión en el **mercado de renta fija** conlleva determinados riesgos, entre los que se incluyen los riesgos de mercado, de tipos de interés, de contraparte, de crédito y de inflación; en el momento del reembolso, las inversiones pueden tener un valor superior o inferior a su coste inicial. La estrategia puede invertir la totalidad de sus activos en valores de alto rendimiento (*high yield*) y con calificaciones inferiores, que entrañan mayores riesgos que los valores con calificaciones más elevadas; por tanto, las carteras que invierten en ellos podrían estar sujetas a mayores niveles de riesgo de crédito y liquidez que las que no lo hacen. La inversión en **valores denominados en moneda extranjera y/o domiciliados en el extranjero** puede comportar un mayor riesgo debido a las fluctuaciones cambiarias, así como a los riesgos económicos y políticos, que podrían acentuarse en los mercados emergentes. Los ingresos procedentes de los bonos municipales podrán estar sujetos a impuestos de ámbito estatal y local y, ocasionalmente, al impuesto mínimo alternativo. **Los bonos de titulación hipotecaria y los bonos respaldados por activos** pueden ser sensibles a las variaciones de los tipos de interés, puesto que están sujetos al riesgo de reembolso anticipado. Asimismo, su valor puede fluctuar en respuesta a la percepción que el mercado tenga de la solvencia del emisor. Aunque en su mayoría están respaldados por algún tipo de aval público o privado, no existe garantía de que los avalistas privados cumplan sus obligaciones. **Los valores de alto rendimiento (*high yield*) y con calificaciones inferiores** entrañan mayores riesgos que sus homólogos con calificaciones más elevadas; por tanto, las carteras que invierten en ellos podrían estar sujetas a mayores niveles de riesgo de crédito y liquidez que las que no lo hacen. **El valor de las acciones** puede descender debido a las condiciones, tanto reales como supuestas, del mercado general, la economía y los diferentes sectores. Un **swap de riesgo de crédito (CDS)** es un contrato extrabursátil (OTC) entre dos partes en virtud del cual se transfiere la exposición crediticia de valores de renta fija; los CDS son el instrumento derivado crediticio más utilizado. Los **swaps** son un tipo de instrumento derivado que se negocia en privado; no existe una bolsa ni un mercado central para las operaciones de **swaps** y, por lo tanto, son menos líquidos que los instrumentos cotizados. Los instrumentos derivados podrían conllevar determinados costes y riesgos, entre otros, los riesgos de liquidez, tipos de interés, mercado, crédito o gestión, así como el riesgo de que una posición no pueda cerrarse en las condiciones más ventajosas. Al invertir en **instrumentos derivados** se puede perder un importe mayor al invertido. La diversificación no garantiza la protección frente a una posible pérdida.

**PIMCO GIS Funds:** Global Investors Series plc es una sociedad de inversión de tipo abierto con estructura paraguas y capital variable constituida con responsabilidad limitada de conformidad con la legislación irlandesa y registrada con el número 276928. La información incluida en el presente documento no podrá utilizarse en ningún país ni respecto de ninguna persona cuando dicha utilización constituya una infracción de la legislación aplicable. La información del presente comunicado está destinada a complementar la información que figura en el folleto de este fondo, y ambos deben leerse conjuntamente. Los inversores deberán examinar detenidamente los objetivos de inversión, los riesgos, las comisiones y los gastos de tales fondos antes de invertir. En el folleto del fondo se recoge esta y otra información de diferente índole. Lea detenidamente el folleto antes de invertir o transferir cualquier suma de dinero. Las rentabilidades pasadas no garantizan ni son un indicador fiable de las rentabilidades futuras y no se garantiza que en el futuro se vayan a alcanzar rentabilidades similares. Las rentabilidades se presentan netas de comisiones y otros gastos, e incluyen la reinversión de los dividendos. Los datos de rentabilidad representan la rentabilidad pasada. La rentabilidad y el valor del principal de una inversión fluctuarán, por lo que las acciones de los fondos PIMCO GIS, en el momento del reembolso, pueden tener un valor superior o inferior al coste inicial. Las posibles diferencias en las cifras de rentabilidad se deben al redondeo. El fondo puede invertir en valores pertenecientes a jurisdicciones distintas de EE. UU. y la zona euro, lo que conlleva mayores riesgos, incluidas las fluctuaciones de las divisas distintas del dólar y del euro y las incertidumbres políticas y económicas. La presente comunicación tiene fines meramente informativos. Tenga en cuenta que no todos los fondos han sido registrados para la venta en todas las jurisdicciones. Póngase en contacto con PIMCO Europe Ltd si desea más información. Para obtener información adicional y/o una copia del folleto del fondo, póngase en contacto con el Administrador: State Street Fund Services (Ireland) Limited, tel.: +353 1 776 0742, fax: +353 1 562 5517. © 2017.

**Índice de referencia** - A menos que se indique lo contrario en el folleto o en el pertinente documento de datos fundamentales para el inversor, el Fondo mencionado en el presente documento no se gestiona con respecto a ningún índice ni ninguna referencia concretos, y toda mención de un índice o una referencia particulares en el presente material tiene como única finalidad establecer una comparación de riesgos o rentabilidad. **Información adicional** - Este material puede contener información adicional que no se especifica explícitamente en el folleto sobre la forma en que se gestionan el Fondo o la estrategia. Dicha información es correcta en la fecha de la presentación y está sujeta a cambios sin previo aviso. Restricciones de inversión - De conformidad con la normativa sobre OICVM y sin perjuicio de las restricciones de inversión expuestas en el folleto del Fondo, este podrá invertir más del 35% de su patrimonio neto en distintos valores mobiliarios e instrumentos del mercado monetario emitidos o garantizados por cualquiera de los siguientes organismos: Gobiernos de la OCDE (siempre que las emisiones pertinentes cuenten con una calificación *investment grade*), el Gobierno de Singapur, el Banco Europeo de Inversiones, el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo, la Corporación Financiera Internacional (IFC), el Fondo Monetario Internacional, Euratom, el Banco Asiático de Desarrollo, el Banco Central Europeo, el Consejo de Europa, Eurofima, el Banco Africano de Desarrollo, el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) (Banco Mundial), el Banco Interamericano de Desarrollo, la Unión Europea, Federal National Mortgage Association (Fannie Mae), Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac), Government National Mortgage Association (Ginnie Mae), Student Loan Marketing Association (Sallie Mae), Federal Home Loan Bank, Federal Farm Credit Bank, Tennessee Valley Authority, Straight-A Funding LLC.

**PIMCO Europe Ltd** (sociedad registrada con el n.º 2604517) y **PIMCO Europe Ltd - Italy** (sociedad registrada con el n.º 07533910969) están autorizadas y reguladas por la Autoridad de Conducta Financiera (FCA) en el Reino Unido (12 Endeavour Square, London E20 1JN). La sucursal de Italia está, asimismo, sujeta a la supervisión de la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB), de acuerdo con el artículo 27 de la Ley Financiera Refundida de Italia. Los servicios proporcionados por PIMCO Europe Ltd, están disponibles exclusivamente para clientes profesionales, tal como se define este término en el Manual de la Autoridad de Conducta Financiera (FCA Handbook), y no están abiertos a inversores individuales, quienes no deberían tomar decisiones basándose en el contenido de esta comunicación. | **PIMCO Deutschland GmbH**, (sociedad registrada con el n.º 192083, Seidlstr. 24-24a, 80335 Munich, Alemania), PIMCO Deutschland GmbH Italian Branch (sociedad registrada con el n.º 10005170963) y PIMCO Deutschland GmbH Swedish Branch (sociedad registrada con el n.º 516410-9190 en el Registro Mercantil de Suecia [SCRO]) están autorizadas y reguladas por la Autoridad Federal de Supervisión Financiera alemana (BaFin) (Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt am Main) en Alemania de acuerdo con el artículo 32 de la Ley de Banca de Alemania (KWG). Las sucursales italiana y sueca están, asimismo, sujetas a la supervisión respectiva de la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB), de acuerdo con el artículo 27 de la Ley Financiera Refundida de Italia, y de la Autoridad de Supervisión Financiera Sueca (Finansinspektionen) de acuerdo con el artículo 25 secciones 12-14 de la Ley de Mercado de Valores de Suecia. Los servicios y productos proporcionados por PIMCO Deutschland GmbH están disponibles únicamente para clientes profesionales, tal como se define este término en el artículo 67, apartado 2 de la Ley del Mercado de Valores alemana (WpHG). No están abiertos a inversores individuales, quienes no deberían tomar decisiones basándose en el contenido de esta comunicación. | **PIMCO (Schweiz) GmbH** (sociedad registrada en Suiza con el n.º CH-020.4.038.582-2), Brandschenkestrasse 41, 8002 Zurich, Suiza, Tel: +41 44 512 49 10. Los servicios proporcionados por PIMCO (Schweiz) GmbH no están disponibles para inversores individuales, quienes no deberían tomar decisiones basándose en el contenido de esta comunicación, sino que deberían ponerse en contacto con su asesor financiero. ©2018, PIMCO.