

Global Equity Observer

En busca de la resiliencia

ACTIVE FUNDAMENTAL EQUITY | INTERNATIONAL EQUITY TEAM | INVESTMENT INSIGHT | MARZO DE 2020

Nos enfrentamos a una época sin precedentes. Los gobiernos han sumido las economías en una grave recesión deliberada y comprensiblemente o, en palabras del primer ministro australiano, en "hibernación", con su combinación de medidas de distanciamiento social y confinamiento. El efecto para el producto interior bruto (PIB) resulta difícil de cuantificar, pero será ingente, incluso en comparación con los niveles de la crisis financiera:

Se habla de caídas del PIB superiores al 10% en el segundo trimestre y aumentos inauditos del desempleo. Afortunadamente, numerosos gobiernos ya han comenzado a anunciar medidas de gran envergadura, tanto para proteger a las compañías como para brindar liquidez a los ciudadanos que la necesiten. El gobierno del Reino Unido pagará el 80% de los salarios de quienes no puedan ir a trabajar y Estados Unidos ha aprobado un paquete valorado en 2 billones de USD. Lamentablemente, si bien los países europeos están actuando a título individual —destaca, Alemania—, está tardando en llegar una respuesta vigorosa de la Unión Europea.

Las reacciones de los gobiernos y los bancos centrales parecen haber calmado el pánico financiero y deberían contribuir a esquivar una crisis financiera. Los mercados han respondido favorablemente desde sus mínimos del 23 de marzo. Sin embargo, ni siquiera las medidas más extremas que tomen los gobiernos evitarán el desplome este año de los beneficios de las compañías ni el aumento del endeudamiento de personas físicas, compañías y gobiernos. Esa deuda tendrá que devolverse, condonarse o refinanciarse, con su consiguiente aumento en este último caso, y ninguna de estas opciones resulta especialmente favorable para el mercado bursátil.

AUTOR

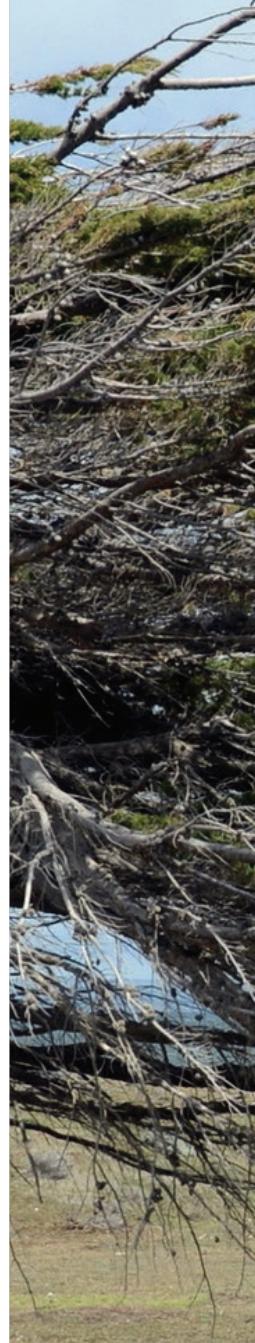


WILLIAM LOCK
Head of International
Equity Team



BRUNO PAULSON
Managing Director

"Ni siquiera las medidas más extremas que tomen los gobiernos evitarán el desplome este año de los beneficios de las compañías"



Centrándonos en las compañías, muchas ya presentaban un apalancamiento elevado al comienzo de esta crisis, hinchado tras una década de financiación barata. Es muy posible que se vean afectadas por dos frentes en sus cocientes de deuda neta con respecto al EBITDA según aumente el numerador y descienda el denominador. Ni siquiera las medidas más ambiciosas de los gobiernos evitarán una oleada de dificultades financieras.

Es posible que el sufrimiento no haya acabado para el mercado

Aunque la corrección del 35% del índice MSCI World desde su máximo del 19 de febrero hasta su punto más bajo del 23 de marzo fue estridente, si nos fijamos en el conjunto del primer trimestre, el mercado “solo” ha descendido un 21%. Si suponemos que los beneficios del mercado en 2021 terminarán siendo iguales que los de 2019 —es decir, dos años de crecimiento perdidos—, resultaría sencillo explicar un descenso aproximado del 20% desde comienzos de año, incluso sin reparar en los efectos a largo plazo de la disrupción y el aumento de la deuda. No somos estrategas “top-down”, pero unos beneficios que en 2021 se sitúen en el nivel de 2019 no parece un resultado particularmente conservador. El mercado parece haber pasado de una visión de rápido descenso en forma de V a una evolución algo más prolongada, pero aún no queda claro que haya descontado todo el potencial negativo de la crisis. También es importante tener en cuenta que el mercado presentaba valoraciones elevadas a comienzos de año: el índice MSCI World multiplicaba por 17 las que por entonces eran las previsiones de beneficios para los siguientes 12 meses. Dudábamos al inicio del año de que fueran a alcanzarse esos beneficios y ahora resulta evidente que no se lograrán.

“El mercado parece haber pasado de una visión de rápido descenso en forma de V a una evolución algo más prolongada, pero ¿descuenta todo el potencial negativo de la crisis?”

La crisis puede ser otro factor impulsor para los factores ESG

Es cierto que hay quien apunta que los factores ESG son una moda de los mercados alcistas, algo que está bien tener, pero que desaparecerán a medida que los inversores traten de apagar otros fuegos. No creemos que este sea el caso. Existen evidencias preliminares que apuntan que los fondos ESG han continuado recibiendo flujos a pesar de las salidas de capitales que ha registrado la renta variable en general. Además, los fondos ESG se han anotado recientemente rentabilidades relativas muy positivas. Creemos que los factores ESG no se diluirán, pues consideramos que son importantes. De hecho, pensamos que es más probable que la crisis actual lleve a los factores sociales (por ejemplo, el trato de las compañías a sus empleados, la salud

y la seguridad, la remuneración y la seguridad en el puesto de trabajo) a escalar posiciones en la lista de prioridades y comience a definir un patrón económico y social más sostenible. Al fin y al cabo, los gobiernos están destinando ingentes cantidades de recursos a mantener las compañías a flote, por lo que es probable que exijan ciertas contrapartidas en los próximos años, en especial, habida cuenta de su reciente gusto intervencionista.

Las ventajas de la calidad

Afortunadamente, consideramos que nuestras carteras globales presentan una calidad muy superior al mercado, como ilustra su menor participación de las pérdidas de nuevo este trimestre, como ya hicieron en 2008, 2011, 2015 y 2018. En el trimestre, las carteras cayeron entre un 12,9% y un 14,1% en USD, frente al 21% que cedió el índice MSCI World. Este rendimiento relativo positivo responde a la decente evolución también relativa trazada en los últimos años. Incluso tras el descenso de este trimestre, nuestra estrategia global principal generó un rendimiento compuesto en el entorno del 8% anual en USD con respecto a los tres últimos años y al 9% frente a los cinco últimos años hasta el 31 de marzo de 2020. Por su parte, el índice solo ha logrado entre un 2% y un 3% en ambos períodos. Dada la solidez del USD, las rentabilidades absolutas han sido más robustas en otras monedas.

Análisis de los efectos para la cartera

Nuestro constante hincapié en compañías con activos intangibles sólidos, en especial, marcas y redes, es indicativo de su capacidad para fijar precios y, al combinarse con ingresos recurrentes, el resultado son beneficios más resilientes en épocas complicadas. Sin embargo, esto no significa, lamentablemente, que las empresas de nuestras carteras sean inmunes a lo que está pasando. Como consecuencia, analizamos en tres claves los efectos de la crisis para los sectores y compañías concretas.

- En primer lugar, las repercusiones directas de la COVID-19 y las medidas adoptadas para controlar su propagación, por ejemplo, la suspensión de los viajes y la hostelería o el aplazamiento de las operaciones no urgentes en los hospitales, así como el aumento de la demanda en ámbitos como la venta al por menor de alimentos, productos desinfectantes y software. También nos enfrentamos a los efectos de los cierres integrales —o hibernaciones— en algunos lugares.
- En segundo lugar, tenemos las consecuencias indirectas del desplome económico resultante en todo el mundo.
- En tercer lugar y podría afirmarse que con una menor prioridad de inmediato, cómo cambiará el mundo una vez se supere definitivamente la crisis y cómo afectará tanto a los sectores como a cada compañía. Si bien es demasiado pronto para albergar posturas definidas al respecto, debemos percibir que los nuevos emisores en que nos planteemos invertir no se verán comprometidos en la nueva era.

Siempre nos hemos concentrado en el segundo conjunto de efectos, asegurándonos de que nuestras posiciones presenten una resiliencia relativamente mayor en épocas complicadas. Así pues, buena parte de la nueva labor del equipo se ha centrado

en los efectos directos concretos de la COVID-19, los primeros según los mencionábamos antes, suponiendo unos tres meses de confinamiento y un periodo más prolongado de distanciamiento social, combinándolos acto seguido con los efectos de una recesión profunda que llegue a 2021. Afirmaríamos que se trata de un supuesto bastante conservador. Cabe destacar que también hemos puesto a prueba la resiliencia de nuestros emisores ante situaciones de tensión mucho peores, por si se prolongan los confinamientos. Es crucial señalar que los balances de nuestras compañías se muestran resilientes incluso en los supuestos más complicados, algo que no creemos que vaya a ser el caso para el conjunto del mercado.

"Siempre nos hemos concentrado en asegurarnos de que nuestras posiciones presenten una resiliencia relativamente mayor en épocas complicadas"

Por otra parte, es importante destacar que el USD se ha revalorizado frente a todas las demás monedas, en especial, de la esfera emergente. Dicha evolución supondrá un obstáculo para aquellas compañías cuyos ingresos se encuentren expuestos a ámbitos depreciados, aunque también podría ofrecer una oportunidad a las compañías cuyas cotizaciones se hallen denominadas en monedas en proceso de devaluación.

Combinar la COVID-19 y la recesión incide en nuestra hipótesis conservadora y, ajustando las divisas a su valor de mercado, los valores razonables de la mayoría de nuestras posiciones caen entre un 0% y un 15% en USD. Se trata de caídas inferiores a los descensos de sus cotizaciones, lo cual significa que las carteras globales albergan un potencial alcista ligeramente mayor que a comienzos de año, incluso en caso de una recesión global profunda.

Análisis de sectores clave

El 80%-85% de nuestras carteras globales se centran en los sectores de consumo estable, tecnologías de la información o atención sanitaria. A continuación, abordamos más detalladamente cada uno de ellos.

CONSUMO ESTABLE

Los emisores de consumo estable han vuelto a demostrar su valía ante una recesión. No hay duda sobre la naturaleza defensiva del sector, por lo que el patrón de rentabilidad en este ámbito ha respondido a las circunstancias concretas y los efectos directos de la COVID-19, el primero de los conjuntos de repercusiones a los que nos referíamos más arriba. El comercio minorista de alimentos, un ámbito que evitamos dados los bajos márgenes y la falta de retorno sobre el capital operativo, ha salido bien parado del desenfreno en las compras. Esta positiva evolución también ha llegado a los fabricantes de alimentos, que no tenemos, así como a las compañías dedicadas a productos de higiene para el hogar y el cuidado personal, en las que sí invertimos.

En el otro extremo del espectro del consumo estable, hallamos el sector de las bebidas, naturalmente sometido a presión ante el cierre de bares y restaurantes en numerosos países. El negocio en locales representa el 40% de las ventas de las compañías de bebidas con alcohol y refrescos que poseemos. Por otra parte, el ámbito de la belleza es relativamente discrecional y, en su segmento de lujo, depende en parte del sector de los viajes, también afectado; sin embargo, la sólida plataforma de comercio electrónico con la que cuenta cierta compañía francesa de cuidado personal en que invertimos supone un buen contrapeso. Lo que sí resulta extraño es que el mercado haya tratado hasta la fecha el ámbito del tabaco de forma similar al de las bebidas, si bien consideramos que se encuentra mucho menos expuesto a las medidas de distanciamiento social en vista de los patrones de consumo.

TECNOLOGÍAS DE LA INFORMACIÓN

Los servicios de software e informática dominan las posiciones de la cartera correspondientes a tecnologías de la información. Nuestra tesis en este sentido es que los parámetros económicos, concretamente, del ámbito de software deberían ser relativamente defensivos en una recesión. En la crisis financiera global, sus beneficios aguantaron tan bien como los de consumo estable y atención sanitaria.

"Consideraremos que los parámetros económicos del ámbito de software deberían ser relativamente defensivos en una recesión"

Hay razones para creer que el ámbito de software debería mostrar incluso mayor solidez en este momento, dada el alza de ingresos recurrentes gracias a las suscripciones a "software como servicio" en la nube, con mayor fidelidad que las ventas de licencias. Como ejemplo, cabe destacar que la compañía de software multinacional europea en que invertimos encaró la crisis financiera global procediendo tan solo el 50% de sus beneficios brutos de negocio recurrente, llegando la mayor parte del resto de licencias de software, que cayeron un 25%. Este dato es actualmente hasta del 80%. El ámbito de software efectivamente salvó los muebles en el primer trimestre, cediendo tan solo un 5%, impulsado por el sólido comienzo del año antes del azote de la crisis. La tecnológica estadounidense multinacional en que invertimos no ha registrado variaciones desde comienzos de año, impulsada por el aumento de la demanda de sus productos en la nube.

El segmento de servicios informáticos (que cedió un 17% en el primer trimestre) es ligeramente más cíclico que el de software, pero menos que el resto de tecnologías de la información. Como es evidente, los proyectos de consultoría de la multinacional irlandesa de servicios profesionales en que invertimos son más discretionales y de menor duración que los ingresos de software de la tecnológica estadounidense citada. Dicho esto, la compañía de servicios profesionales facilitó información reconfortante:

prevé que sus ingresos evolucionen de forma prácticamente plana en términos interanuales durante los dos próximos trimestres y que sus márgenes no se vean afectados por la crisis. Todavía está por ver si esta perspectiva resultará demasiado optimista dado el reciente confinamiento de India, donde se encuentra una tercera parte de su personal, si bien las medidas para digitalizar y desarrollar herramientas de teletrabajo y colaboración para empleados y clientes resultarán positivas para la compañía.

Por otra parte, también en el ámbito de servicios informáticos, los negocios principales de las dos compañías de servicios financieros que mantenemos parecen perfectamente sólidos, si bien ambas se enfrentan a problemáticas específicas relacionadas con la COVID-19. La suspensión de los viajes internacionales está afectando al lucrativo negocio transfronterizo de la compañía de pagos, que supone el 30% de sus ingresos, si bien el viraje hacia las operaciones en línea puede resultar positivo; por su parte, el negocio de adquisición de comerciantes de la compañía de servicios financieros que mantenemos se enfrenta a riesgos de disrupción a corto plazo por las dificultades existentes en el comercio minorista no de alimentos. Ciertos proveedores estadounidenses de servicios de gestión de nóminas se encuentran más expuestos a los riesgos cíclicos del segundo conjunto que mencionábamos antes, pues se ha visto afectado por los temores a que el empleo se desplome en Estados Unidos, al depender sus ingresos de las personas que trabajan en pequeñas y medianas empresas; así las cosas, la naturaleza y la magnitud del paquete de rescate económico en dicho país serán claves.

ATENCIÓN SANITARIA

Las carteras globales se concentran en los ámbitos de equipos médicos y ciencias de la vida del sector, que se enfrentan a menos riesgos políticos y a menos vencimientos de patentes. Como sucede con el ámbito del consumo estable, no se cuestiona el

carácter defensivo del sector, que ha demostrado durante la crisis actual al caer solo un 11% frente al 21% del índice MSCI World.

El factor que complica la cuestión es el efecto directo de la COVID-19 en el sector hospitalario. Las operaciones no urgentes se están cancelando en numerosos países, en previsión de la presión por las infecciones por coronavirus. Esta evolución no resulta positiva para los participes del ámbito de los dispositivos médicos, pues ahora se sustituye un número menor de rodillas y otras partes del cuerpo. Afortunadamente, nuestras posiciones están escoradas hacia los consumibles, por ejemplo, agujas o bolsas estériles. Cierta compañía estadounidense dedicada a los dispositivos médicos y la atención sanitaria en que invertimos se muestra ligeramente más vulnerable, pues el 40% de sus ingresos proceden de los bienes de equipo u otras áreas aplazables, pero al menos el 20% de sus ingresos proceden del ámbito del diagnóstico, que es de esperar que sea impulsado por un gran número de ventas de su prueba rápida de COVID-19.

“Nuestras carteras globales versan sobre resiliencia”

Conclusión

Nuestras carteras globales versan sobre resiliencia. Contamos con un equipo resiliente que trabaja con gran eficacia desde casa y con un proceso de inversión asimismo resiliente con el que comprobamos que las compañías incluidas en nuestras carteras serán capaces de seguir revalorizándose y evitar destrucciones permanentes de capital; también contamos con carteras resilientes, puede que lo más importante, que de nuevo han logrado registrar menos pérdidas en épocas complicadas.

CONSIDERACIONES SOBRE RIESGOS

No existe garantía de que una cartera vaya a alcanzar su objetivo de inversión. Las carteras están sujetas al riesgo de mercado, que es la posibilidad de que bajen los valores de mercado de los títulos que posee la cartera. En consecuencia, su inversión en esta estrategia podrá comportar pérdidas. Tenga en cuenta que esta estrategia puede estar sujeta a determinados riesgos adicionales. Los cambios en la economía mundial, el consumo, la competencia, la evolución demográfica y las preferencias de los consumidores, la regulación pública y las condiciones económicas podrían afectar negativamente a **compañías con negocios globales** y tener un impacto desfavorable en la estrategia en mayor medida que si los activos de esta estuvieran invertidos en una variedad más amplia de compañías. En general, los valores de los **títulos de renta variable** también fluctúan en respuesta a actividades propias de una compañía. Las inversiones en **mercados extranjeros** comportan riesgos específicos como, por ejemplo, de divisa, políticos, económicos y de mercado. Las acciones de **compañías de pequeña capitalización** entrañan riesgos específicos, como una limitación de líneas de productos, mercados y recursos financieros y una volatilidad de mercado mayor que los títulos de compañías más grandes y consolidadas. Los riesgos de invertir en países de **mercados emergentes** son mayores que los riesgos asociados a inversiones en mercados desarrollados extranjeros. Las **carteras no diversificadas** a menudo invierten en un número más reducido de emisores. En consecuencia, los cambios en la situación financiera o el valor de mercado de un solo emisor pueden causar una mayor volatilidad. **Estrategia de venta de opciones.** La venta de opciones de compra entraña el riesgo de que la cartera se vea obligada a vender el título o instrumento subyacente (o liquidar en efectivo un importe de igual valor) a un precio desfavorable o inferior al precio de mercado de ese título o instrumento subyacente en el momento en que se ejerza la opción. Como vendedora de una opción de compra, durante la vigencia de la opción, la cartera renuncia a la oportunidad de beneficiarse de aquellos aumentos del valor de mercado del título o el instrumento subyacente que cubra la opción por encima del importe de la prima y el precio de ejercicio, pero sigue sujeta al riesgo de pérdida en caso de caída del precio del título o el instrumento subyacente. Además, la estrategia de venta de opciones de compra de la cartera podría no protegerla completamente frente a pérdidas de valor del mercado. Existen riesgos específicos asociados a la venta de opciones no cubiertas, que exponen a la cartera a pérdidas potencialmente significativas.

DISTRIBUCIÓN

Esta comunicación se dirige exclusivamente a personas que residen en jurisdicciones donde la distribución o la disponibilidad de la información que aquí se recoge no vulneran las leyes o los reglamentos locales y solo se distribuirá entre estas personas.

Irlanda: Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited. Domicilio social: The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2 (Irlanda). Inscrita en Irlanda con el número de sociedad 616662. Regulada por el Banco Central de Irlanda. **Reino Unido:** Morgan Stanley Investment Management Limited está autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera. Inscrita en Inglaterra. Número de registro: 1981121. Domicilio social: 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres E14 4QA. **Dubái:** Morgan Stanley Investment Management Limited (Representative Office, Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubái, 506501 (Emiratos Árabes Unidos). Teléfono: +97 (0)14 709 7158). **Alemania:** Morgan Stanley Investment Management Limited Niederlassung Deutschland, Junghofstrasse 13-15, 60311 Fráncfort del Meno (Alemania) (Gattung: Zweigniederlassung [FDI] gem. § 53b KWG). **Italia:** Morgan Stanley Investment Management Limited, Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) es una sucursal de Morgan Stanley Investment Management Limited, sociedad inscrita en el Reino Unido, autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera y con domicilio social en 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres, E14 4QA. Morgan Stanley Investment Management Limited Milan Branch (Sede Secondaria di Milano), con sede en Palazzo Serbelloni, Corso Venezia, 16, 20121 Milán (Italia), se encuentra inscrita en Italia con el número de sociedad y de IVA 08829360968. **Países Bajos:** Morgan Stanley Investment Management, Rembrandt Tower, 11th floor, Amstelplein 1, 1096HA (Países Bajos). Teléfono: 31 2-0462-1300. Morgan Stanley Investment Management es una sucursal de Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited está autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera en el Reino Unido. **Suiza:** Morgan Stanley & Co. International plc, London, Zurich Branch. Autorizada y regulada por la Eidgenössische Finanzmarktaufsicht ("FINMA"). Inscrita en el registro mercantil de Zúrich con el número CHE-115.415.770. Domicilio social: Beethovenstrasse 33, 8002 Zúrich (Suiza). Teléfono +41 (0) 44 588 1000. Fax: +41(0) 44 588 1074.

Estados Unidos:

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

Antes de invertir, estudie minuciosamente los objetivos de inversión, los riesgos, las comisiones y los gastos de los fondos. En los folletos, figuran esta y otra información sobre los fondos. Para obtener un ejemplar del folleto, descárguelo en morganstanley.com/im o llame al 1-800-548-7786. Lea el folleto detenidamente antes de invertir.

Morgan Stanley Distribution, Inc. actúa como distribuidor de los fondos de Morgan Stanley.

SIN SEGURO DE LA FDIC | SIN GARANTÍA BANCARIA | POSIBLES PÉRDIDAS DE VALOR | SIN LA GARANTÍA DE NINGUNA AGENCIA DEL GOBIERNO FEDERAL | NO ES UN DEPÓSITO

Hong Kong: Este documento lo emite Morgan Stanley Asia Limited para utilizarse en Hong Kong y únicamente podrá facilitarse a "inversores profesionales", según se define este término en la Ordenanza de valores y futuros (Securities and Futures Ordinance) de Hong Kong (Capítulo 571). El contenido de este documento no lo ha revisado ni aprobado ninguna autoridad reguladora, ni siquiera la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong. En consecuencia, salvo en casos de exención conforme a la legislación pertinente, este documento no podrá emitirse, facilitarse, distribuirse, dirigirse ni ofrecerse al público en Hong Kong. **Singapur:** Este documento no debe considerarse una invitación de suscripción o adquisición, directa o indirectamente, dirigida al público o a cualquier persona concreta de este en Singapur, salvo a (i) inversores institucionales conforme al artículo 304 del capítulo 289 de la Ley de valores y futuros (Securities and Futures Act, "SFA") de Singapur, (ii) "personas relevantes" (incluidos inversores acreditados) de conformidad con el artículo 305 de la SFA, y de acuerdo con las condiciones especificadas en el artículo 305 de la SFA, o (iii) de otro modo de conformidad y de acuerdo con las condiciones de cualquier otra disposición aplicable de la SFA. La Autoridad Monetaria

de Singapur no ha revisado este documento. **Australia:** Esta publicación la distribuye en Australia Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited, ACN: 122040037, AFSL n.º 314182, que acepta la responsabilidad de su contenido. Esta publicación y cualquier acceso a ella están dirigidos exclusivamente a "clientes mayoristas", según el significado que se le atribuye a este término en la Ley de sociedades (Corporations Act) de Australia.

Japón: En el caso de los inversores profesionales, este documento se facilita o se distribuye solo con fines informativos. En el caso de aquellas personas que no sean inversores profesionales, este documento se distribuye en relación con el negocio de Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. ("MSIMJ") con respecto a contratos de gestión discrecional de inversiones y contratos de asesoramiento de inversiones. Este documento no se concibe como una recomendación o una invitación para llevar a cabo operaciones ni ofrece ningún instrumento financiero concreto. En virtud de un contrato de gestión de inversiones, con respecto a la gestión de activos de un cliente, el cliente ordena políticas de gestión básicas por adelantado y encarga a MSIMJ que tome todas las decisiones de inversión con base en un análisis del valor de los títulos, entre otros factores, y MSIMJ acepta dicho encargo. El cliente deberá delegar en MSIMJ las facultades necesarias para realizar inversiones. MSIMJ ejerce las facultades delegadas con base en las decisiones de inversión de MSIMJ y el cliente se abstendrá de emitir instrucciones concretas. Todos los beneficios y las pérdidas de inversión pertenecen a los clientes; el capital principal no está garantizado. Antes de invertir, estudie los objetivos de inversión y la naturaleza de los riesgos. Se aplicará una comisión de asesoramiento de inversiones por contratos de asesoramiento de inversiones o contratos de gestión de inversiones, en proporción al plazo del contrato y en función de la cantidad de activos objeto del contrato, multiplicada por cierto tipo (como máximo, del 2,20% anual, impuestos incluidos). En el caso de algunas estrategias, puede aplicarse una comisión de contingencia, además de la comisión que se menciona anteriormente. También puede incurrirse en gastos indirectos, como comisiones de intermediación de valores registrados. Dado que estos gastos y comisiones varían en función del contrato y otros factores, MSIMJ no puede indicar los tipos, los límites máximos, etc. por adelantado. Todos los clientes deben leer minuciosamente los documentos que se facilitan antes de la suscripción de un contrato antes de formalizarlo. Este documento lo distribuye en Japón MSIMJ, sociedad inscrita con el número 410 (Dirección de la oficina financiera local de Kanto [sociedades de instrumentos financieros]), afiliación: Japan Securities Dealers Association, Investment Trusts Association, Japan, Japan Investment Advisers Association y Type II Financial Instruments Firms Association.

INFORMACIÓN IMPORTANTE

EMEA: Esta comunicación comercial la emite Morgan Stanley Investment Management Limited ("MSIM"). Autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera. Inscrita en Inglaterra con el número 1981121. Domicilio social: 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres E14 4QA.

No existen garantías de que una estrategia de inversión vaya a funcionar en todas las condiciones de mercado, por lo que cada inversor debe evaluar su capacidad para invertir a largo plazo, especialmente, en períodos de retrocesos en el mercado. Antes de invertir, los inversores deben consultar minuciosamente el documento de oferta correspondiente de la estrategia o del producto. Hay diferencias importantes en la forma de ejecutar la estrategia en cada uno de los vehículos de inversión.

Una cuenta gestionada por separado podría no ser adecuada para todos los inversores. Las cuentas gestionadas por separado según la estrategia incluyen diversos títulos y no reproducirán necesariamente la rentabilidad de un índice. Antes de invertir, estudie minuciosamente los objetivos de inversión, los riesgos y las comisiones de la estrategia.

Este documento es una comunicación general que no es imparcial y que se ha elaborado exclusivamente a efectos ilustrativos y formativos y no constituye una oferta o una recomendación para comprar o vender títulos concretos ni para adoptar una estrategia de inversión concreta. La información recogida en este documento no se ha elaborado atendiendo a las circunstancias particulares de ningún inversor y no constituye asesoramiento de inversiones ni debe interpretarse en modo alguno como asesoramiento fiscal, contable, jurídico o regulatorio. Por consiguiente, antes de tomar una decisión de inversión, los inversores deben consultar a un asesor jurídico y financiero independiente para que les informe, entre otros aspectos, de las consecuencias fiscales de dicha inversión.

Salvo que se indique lo contrario en este documento, los puntos de vista y las opiniones que aquí se recogen corresponden a los del equipo de gestión de carteras y se basan en el estado de los asuntos tratados en el momento de su redacción y no en fechas posteriores; tales puntos de

vista y opiniones no se actualizarán ni se revisarán de otro modo para recoger información disponible, las circunstancias existentes o los cambios que se produzcan después de la fecha de este documento.

Las previsiones y/o las estimaciones que se facilitan en este documento pueden variar y no llegar a materializarse. La información relativa a rentabilidades de mercado previstas y perspectivas de mercado se basa en los estudios, los análisis y las opiniones de los autores. Estas conclusiones son de naturaleza especulativa, pueden no llegar a producirse y no pretenden predecir la rentabilidad futura de ningún producto concreto de Morgan Stanley Investment Management.

MSIM no ha autorizado a intermediarios financieros a utilizar o distribuir este documento, salvo que dichas utilización y distribución se lleven a

cabo de conformidad con las leyes y los reglamentos aplicables.

Además, los intermediarios financieros deberán comprobar por sí mismos que la información recogida en este documento es adecuada para las personas destinatarias, teniendo en cuenta sus circunstancias y sus objetivos. MSIM no será responsable del uso o el uso inapropiado de este documento por cualesquiera tales intermediarios financieros y declina toda responsabilidad al respecto.

No podrá reproducirse, copiarse o transmitirse la totalidad o parte de este documento y tampoco podrá divulgarse su contenido a terceros sin el consentimiento expreso por escrito de MSIM.

Toda la información que figura en este documento es propia y cuenta con la protección de la legislación sobre derechos de autor.

Explore nuestro sitio web en www.morganstanley.com/im