

Diseñado para el cambio

Paso de la beta al alfa

RENTA FIJA | EQUIPO GLOBAL FIXED INCOME | PERSPECTIVA DE INVERSIÓN | 2018

Está produciéndose un cambio estructural en la renta fija. La nueva era de subida de tipos de interés, está haciendo que los gestores de renta fija de todo el mundo reconsideren cómo invierten. Los inversores deberían tener en cuenta a los gestores activos centrados en generar alfa, para impulsar las rentabilidades y diversificar las carteras al incorporar renta fija.¹

En los últimos 10 años, los continuos estímulos monetarios —tipos de interés más bajos dirigidos a mantener a flote las economías tras la crisis financiera— facilitó a los gestores de renta fija obtener rentabilidades. El efecto sistémico sobre todo el mercado (beta), superó a las aportaciones por factores idiosincráticos (alfa). A medida que bajaban los tipos de interés, los precios de los bonos subían de forma generalizada. Simplemente, invertir en el mercado de bonos era suficiente para obtener unas rentabilidades decentes.

Todo eso ha cambiado. En la actualidad, los mercados se han normalizado y ya no es suficiente con simplemente tener exposición al mercado. Tomar decisiones activas en torno al posicionamiento en duración, crédito y curva de rentabilidades, es más importante que nunca, y equivocarse puede hacer que no aprovechamos determinadas oportunidades o que incurramos en posibles pérdidas.

AUTOR



JIM CARON

*Managing Director
Equipo Global
Fixed Income*

¹ La diversificación no elimina el riesgo de pérdida.

La avalancha de la beta está terminando

Están terminándose las políticas monetarias expansivas, que impulsaron indiscriminadamente las rentabilidades de la renta fija en los mercados (la avalancha de la beta). Sin embargo, es un proceso desigual, por lo que los efectos que tendrá en cada mercado son difíciles de predecir.

Lo único que creemos con certeza es que las valoraciones se normalizarán, volviendo a niveles en línea con sus fundamentales. Este regreso a la normalidad significa que, para obtener rentabilidades competitivas, los gestores deberán identificar y aprovechar esas oportunidades. En el futuro, el análisis en profundidad de los bonos individuales y los segmentos del mercado (actividades generadoras de alfa), probablemente adquiera un protagonismo crucial como impulsor de las rentabilidades de la renta fija.

La era de dominio de la beta se remonta a mucho antes de la crisis financiera de 2007-2008. Durante casi cuatro

décadas, los tipos de interés decrecientes han sido uno de los principales apoyos de las rentabilidades de la renta fija. De hecho, de 1989 a 2017, el índice Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Bond se anotó una rentabilidad anual media del 6,4%. De este rendimiento, el 95% se derivó de la duración, es decir, del efecto beta de la caída de los tipos de interés en los mercados de renta fija.²

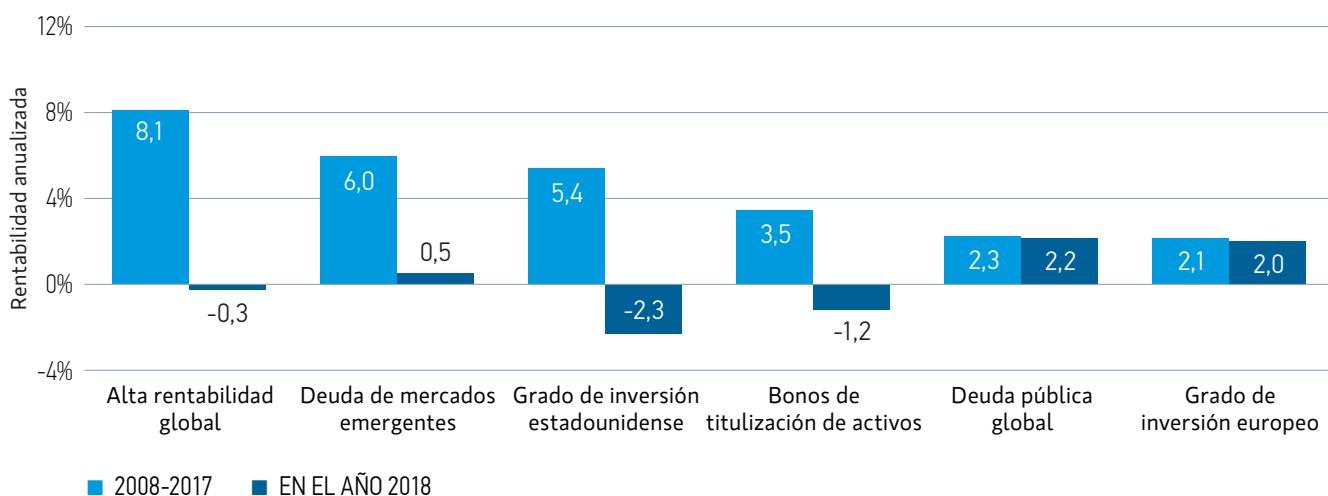
Entonces, pensamos que el cambio de beta a alfa como el impulsor dominante de las rentabilidades, realmente marca el comienzo de una nueva era para la renta fija. A principios de 2018, casi todos los bancos centrales más importantes habían finalizado o comenzaban a poner fin a sus programas de expansión monetaria. Al comparar las rentabilidades de los índices en lo que va de año con los rendimientos registrados durante los 10 años de estímulos monetarios (2008-2017), comprobamos que estamos ante una nueva era: El cese del estímulo ha ralentizado el motor de beta que había impulsado las rentabilidades en años anteriores (*Gráfico 1*).

Simplemente estar en el mercado (beta) ya no es suficiente. En el futuro, para generar rentabilidades adecuadas, creemos que los inversores en renta fija deberán invertir con gestores activos que puedan superar al conjunto del mercado, a través de estrategias generadoras de alfa.

En la nueva era, la renta fija conserva su función diversificadora

A medida que se desarrolla el cambio hacia rentabilidades impulsadas por alfa, los inversores pueden verse tentados a cuestionar la validez de los bonos como diversificadores. Algunos análisis muestran que las correlaciones negativas entre las acciones y los bonos, sugieren fuertes beneficios de diversificación y están asociadas con una política monetaria acomodaticia.³ Dado que la era de la política monetaria expansiva está llegando a su fin, sería lógico que los inversores cuestionaran los beneficios de la diversificación de la renta fija de cara al futuro.

GRÁFICO 1
El final de los estímulos monetarios marca una nueva era en la renta fija



Fuente: Morgan Stanley Investment Management. Datos a 31/03/2018 La rentabilidad de los índices se facilita con fines meramente ilustrativos y no pretende describir el rendimiento de una inversión concreta. **La rentabilidad pasada no garantiza resultados futuros.** Las rentabilidades de menos de un año son acumuladas (no anualizadas). Consulte el apartado de Información importante para conocer las Consideraciones sobre riesgos y las definiciones de los índices.

Las inversiones entrañan riesgos, incluida la posible pérdida del capital principal. En general, las inversiones en renta fija están sujetas al riesgo de crédito y de tipos de interés. Las inversiones en alta rentabilidad pueden entrañar un mayor riesgo de crédito y de liquidez. Los títulos extranjeros están sujetos a riesgos cambiarios, políticos, económicos y de mercado. La inversión en mercados emergentes está sujeta a unos riesgos mayores que las inversiones en países desarrollados extranjeros. Los inversores deben revisar minuciosamente los riesgos de cada clase de activo antes de invertir.

² Datos del índice Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Bond (1989-2017)

³ Riesgo sistemático y valor sistemático: "The correlation of equity and bond returns" <http://www.sr-sv.com/the-correlation-of-equity-and-bond-returns/>

GRÁFICO 2**No es igual sin la protección de los tipos de interés**

ÍNDICE DE BONOS CORPORATIVOS CON CALIFICACIÓN DE A	Década de 1990	ACTUALIDAD
Tipo de interés	7,4%	3,7%
Rentabilidad total estimada tras un aumento de 50 pb en el tipo de interés de los títulos del Tesoro	4,9%	0,2%
Rentabilidad total estimada tras un aumento de 100 pb en el tipo de interés de los títulos del Tesoro	2,2%	-3,5%

Fuente: Índice Bloomberg Barclays A-rated Corporate Bond. Datos a 13 de junio de 2018. Los datos mostrados para la década de 1990 son una media 1990-1999. Este análisis de sensibilidad a los tipos de interés se lleva a cabo de forma neutral con respecto al diferencial.

La rentabilidad de los índices se facilita con fines meramente ilustrativos y no pretende describir el rendimiento de una inversión concreta. **La rentabilidad pasada no garantiza resultados futuros.** Consulte el apartado de Información importante para conocer las definiciones de los índices. Las previsiones/estimaciones se basan en las condiciones actuales del mercado, están sujetas a cambios y podrían no cumplirse.

Nuestra respuesta, de manera inequívoca, es que los bonos seguirán desempeñando una función fundamental en la diversificación de la cartera durante muchos años, tanto en la nueva era, como a lo largo de los cambiantes ciclos del mercado. En nuestra opinión, sin embargo, la gestión activa cualificada será crucial para generar rentabilidades positivas y crear esos beneficios de diversificación.

Desafío: Existe poca protección frente a los tipos de interés

Creemos que será posible obtener rentabilidades competitivas a través de la renta fija, aunque requerirá una mayor

habilidad que en años anteriores. Uno de los mayores desafíos será gestionar el riesgo de tipos de interés, cuando los tipos de interés prácticamente no ofrecen protección que amortigüe sus incrementos.

Veamos una comparación. En el período anterior a la crisis, cuando los tipos de interés eran más altos —e incluso remontándonos a la década de 1980—, una asignación genérica a la renta fija con grado de inversión ofrecía rentabilidad y diversificación, porque los rendimientos de los bonos eran mucho más elevados. En la década de 1990, por ejemplo, un inversor podía comprar

bonos corporativos con calificación de A y rendimientos medios superiores al 7%. Dichos bonos podían absorber un aumento aproximado de 130 puntos básicos en los tipos de interés de los bonos del Tesoro estadounidense, antes de incurrir en pérdidas de rentabilidad absoluta. Ese tipo de protección frente a los tipos de interés ha dejado de existir en la actualidad. De hecho, un aumento de poco más de 50 puntos básicos en los tipos de interés de los bonos del Tesoro estadounidense podría provocar pérdidas de rentabilidad absoluta en el mercado actual, sin variación en el resto de factores (*Gráfico 2*).

GRÁFICO 3**¿En un punto de inflexión?**

Fuente: Bloomberg, Morgan Stanley Investment Management. Datos de 1977 a 2017. La rentabilidad de los índices se facilita con fines meramente ilustrativos y no pretende describir el rendimiento de una inversión concreta. **La rentabilidad pasada no garantiza resultados futuros.** Consulte el apartado de Información importante para conocer las definiciones de los índices.

No insinuamos que los tipos de interés vayan a aumentar a corto plazo, sino que estamos próximos a un punto de inflexión. Como vemos, la disminución continua de los tipos de interés está llegando a su fin, y los rendimientos de los bonos pueden rebotar desde mínimos y tender al alza en los próximos años (*Gráfico 3*).

Virar hacia el alfa requiere un cambio en la estrategia

En este entorno, donde la beta del mercado agrega poco valor o incluso laстра las rentabilidades, acceder a otras

fuentes de rendimiento (alfa) resulta fundamental.

Aquí es donde los inversores deben tomar decisiones entre las diferentes estrategias que pueden elegir.

Las estrategias indexadas generalmente dependen de la beta como fuente de las rentabilidades. Las estrategias no indexadas también pueden generar alfa, a través de un análisis en profundidad de duración, sectores, diferenciales de crédito y estructura de la curva de rentabilidades (*Gráfico 4*).

En nuestra opinión, solo aprovechando estas oportunidades más idiosincráticas en los mercados globales, los inversores pueden lograr alfa. Dadas las condiciones actuales del mercado, creemos que las rentabilidades de las decisiones orientadas a generar alfa, pueden superar las rentabilidades de la beta (exposición al mercado). Por esta razón, es posible que sea el momento en que los inversores consideren aumentar sus asignaciones a estrategias de renta fija centradas en generar alfa.

GRÁFICO 4 Añadiendo alfa

	PASIVO INDEXADO	ACTIVO INDEXADO	PASIVO NO INDEXADO	ACTIVO NO INDEXADO
Descripción	Asignación de activos determinada únicamente por un índice, sin toma activa de decisiones por parte de un gestor	Asignación de activos determinada por un índice, con cierta flexibilidad	La cartera se establece sin referencia a un índice y se mantiene de forma pasiva (estrategia de comprar y mantener)	Las decisiones de inversión activa se toman sin referencia a un índice; las características de riesgo en esta categoría pueden variar ampliamente
Objetivo	Rendimiento en línea con el índice	Rentabilidad relativa moderadamente positiva respecto al índice, aprovechando determinadas oportunidades de beta y alfa	Rentabilidad relativa positiva respecto al índice, aprovechando determinadas oportunidades de beta y al generar alfa a través de un período específico que finaliza con el vencimiento de los bonos en la cartera	Rentabilidad relativa positiva respecto al índice, aprovechando oportunidades de beta y al generar alfa a través de los cambios que se producen en los mercados
Enfoque de inversión	Las rentabilidades provienen principalmente de los cambios en los tipos de interés, especialmente en el entorno actual de tipos bajos; en el caso de los índices que incluyen crédito la ampliación o el estrechamiento del diferencial contribuirán	Las rentabilidades provienen principalmente de los cambios de los tipos de interés y, en el caso de las estrategias que incluyen crédito de los cambios generales en los diferenciales de crédito El posicionamiento activo en duración, crédito, selección de valores y exposición a la curva de rentabilidades puede contribuir en menor grado	Las rentabilidades provienen de una combinación de factores de mercado (beta) más decisiones activas en la asignación de activos y la selección de valores (alfa)	Las rentabilidades provienen de una combinación de factores de mercado (beta) más decisiones de posicionamiento activo y continuo en duración, crédito, exposición a la curva de rentabilidades y selección de valores (alfa)
Fuentes de rentabilidad	β	$\beta + \alpha$	$\beta + \alpha$	α

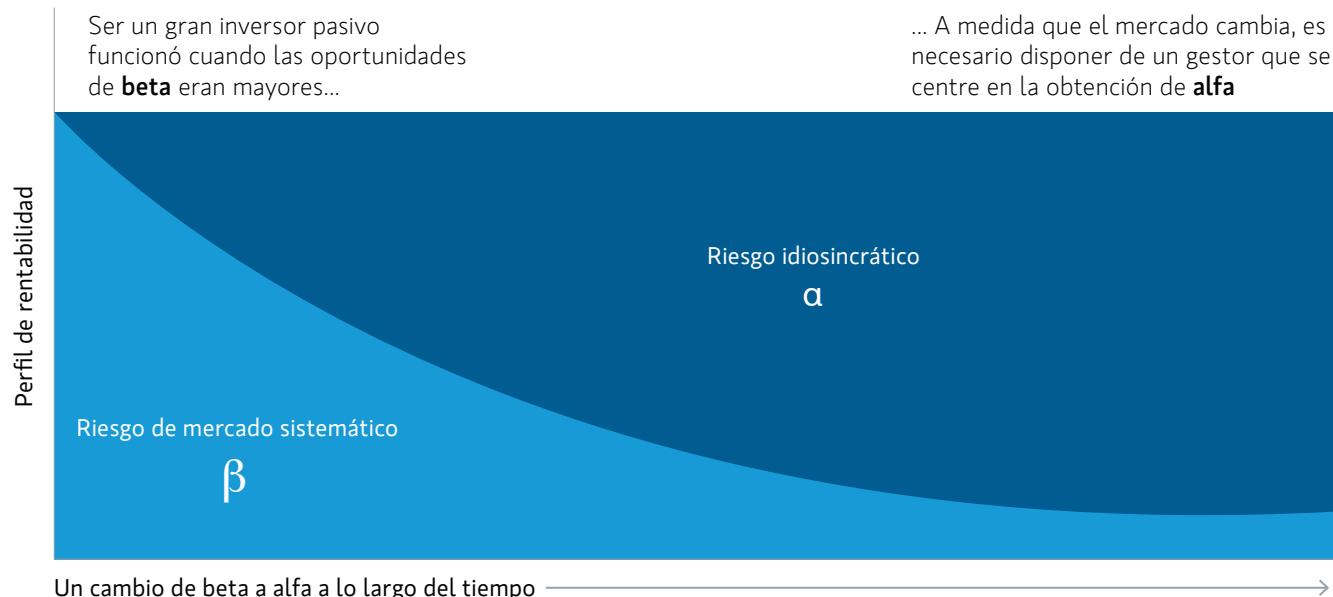
Potencial creciente de generación de alfa

Fuente: Morgan Stanley Investment Management, mayo de 2018

Esta información se facilita con fines meramente ilustrativos y no es exhaustiva.

GRÁFICO 5

Cambio de beta a alfa



Este gráfico es solo para fines ilustrativos.

Las condiciones correctas para obtener alfa

La beta de mercado es fácil de conseguir, pero la obtención de alfa es más complicada. La generación de alfa es una cuestión delicada: los gestores deben contar con los recursos de análisis y la infraestructura, adecuados para respaldar su capacidad de generar alfa.

Los gestores de fondos con gran tamaño pueden tener problemas para generar alfa, porque es posible que no logren disponer de suficientes bonos individuales para cubrir sus necesidades. Para compensarlo, con frecuencia dependen de derivados para obtener una exposición sintética. Estos derivados normalmente se comportan como índices y, por lo tanto, están en gran medida impulsados por la beta, no siendo capaces de generar alfa. La dependencia de los derivados también puede ser costosa, y no es un sustituto

de una cartera resiliente compuesta de títulos reales. (*Gráfico 5*)

En general, defendemos que es mejor tener un fondo de bonos, que bonos individuales, porque reduce el riesgo de concentración. La razón es que un fondo tiene la ventaja de la diversificación en una amplia gama de sectores. Estos beneficios de diversificación son difíciles de replicar mediante una serie de bonos individuales o una estrategia escalonada, que posea bonos individuales de diferentes vencimientos.

Conclusión: Una nueva era requiere un enfoque hacia la alfa

En la actualidad, los mercados de renta fija están en un punto de inflexión. Las fuerzas beta que dominaron en el pasado están disminuyendo, a medida que los bancos centrales retiran las políticas de estímulo monetario y los tipos de interés tienden al alza. Los

beneficios de diversificación de la renta fija permanecen intactos, pero los inversores ya no pueden confiar en las estrategias pasivas con exposición simple al mercado (beta), para obtener rentabilidades competitivas.

En nuestra opinión, esta nueva era requiere un cambio de mentalidad. Más que nunca, los inversores deberán explorar estrategias centradas en el alfa, con el fin de lograr un resultado competitivo. Estas estrategias deben supervisarse por gestores activos cualificados, que tengan la libertad de ajustar dinámicamente sus carteras para extraer valor del posicionamiento en duración, análisis de crédito, exposición a la curva de rentabilidades y selección de valores. Las decisiones que los inversores de renta fija realicen en el presente, tendrán implicaciones significativas para la rentabilidad y los beneficios de la diversificación de cara al futuro.

Consideraciones sobre riesgos

No existe garantía de que una cartera vaya a alcanzar su objetivo de inversión. Las carteras están expuestas al riesgo de mercado, que es la posibilidad de que los valores de mercado de los títulos de la cartera bajen, por lo que podrán ser inferiores al importe pagado por ellos. En consecuencia, su inversión en esta cartera podrá comportar pérdidas. Tenga en cuenta que esta cartera puede estar sujeta a determinados riesgos adicionales.

Los **títulos de renta fija** están sujetos a la capacidad del emisor de realizar puntualmente los pagos del capital principal y los intereses (riesgo de crédito), a las variaciones de los tipos de interés (riesgo de tipos de interés), a la solvencia del emisor y a la liquidez del mercado en general (riesgo de mercado). En el entorno actual de subidas de los tipos de interés, los precios de los bonos pueden caer y dar lugar a periodos de volatilidad y a aumentos de los reembolsos en las carteras. Los **títulos más a largo plazo** pueden ser más sensibles a las variaciones de los tipos de interés. En un entorno de caídas de los tipos de interés, la cartera puede generar menos ingresos. Los **bonos de titulización hipotecaria y los bonos de titulización de activos** son sensibles al riesgo de amortización anticipada y a un mayor riesgo de impago y podrían ser difíciles de valorar y de vender (riesgo de liquidez). Asimismo, están sujetos a riesgos de crédito, de mercado y de tipos de interés. Ciertos **títulos de deuda pública estadounidense** comprados por la estrategia, tales como los emitidos por Fannie Mae y Freddie Mac, carecen de la garantía del prestigio y la solvencia de Estados Unidos. Es posible que estos emisores no tengan los fondos para atender sus obligaciones de pago en el futuro. Los **títulos de alta rentabilidad (bonos basura)** son valores con calificaciones más bajas que pueden entrañar un mayor riesgo de crédito y de liquidez. Los **préstamos de bancos públicos** están sujetos al riesgo de liquidez y al riesgo de crédito de los títulos con calificaciones inferiores. Los **títulos extranjeros** están sujetos a riesgos cambiarios, políticos, económicos y de mercado. Los riesgos de invertir en **países de mercados emergentes** son mayores que los riesgos asociados a inversiones en países desarrollados extranjeros. Los **títulos de deuda soberana** están sujetos al riesgo de impago. Los **instrumentos derivados** pueden incrementar las pérdidas de forma desproporcionada y tener un impacto significativo en la rentabilidad. También pueden estar sujetos a riesgos de contraparte, liquidez, valoración, correlación y de mercado. Los **títulos restringidos e ilíquidos** pueden ser más difíciles de vender y de valorar que los títulos que cotizan en mercados organizados (riesgo de liquidez).

DEFINICIONES DE ÍNDICES

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

El **Bloomberg Barclays Global Aggregate Hedged USD** proporciona un indicador general de los mercados globales de bonos de tipo fijo con grado de inversión. La rentabilidad total se muestra con cobertura en USD.

El índice **Bloomberg Barclays Global High Yield Corporate Index (Global High Yield)** es un indicador multidivisa del mercado global de deuda corporativa de alta rentabilidad. Con efecto a partir del 24 de agosto de 2016, la denominación del índice de referencia ha pasado de Barclays Global High Yield - Corporate Index a Bloomberg Barclays Global High Yield - Corporate Index.

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

El índice **Bloomberg Barclays U.S. Mortgage-Backed Securities (Asset-Backed Securities)** sigue la evolución de bonos de titulización hipotecaria *pass-through* de agencia (hipotecas de tipo ajustable tanto de tipo fijo como híbridas) garantizadas por Ginnie Mae (GNMA), Fannie Mae (FNMA) y Freddie Mac (FHLMC). El índice se elabora agrupando conjuntos de bonos de titulización hipotecaria individuales con entrega TBA en agregados o genéricos basados en programas, cupones y años de emisión. Introducidos en 1985, los índices de tipo fijo de GNMA, FHLMC y FNMA correspondientes a títulos a 30 y 15 años se antedataron a enero de 1976, mayo de 1977 y noviembre de 1982, respectivamente. En abril de 2007, se incorporaron al índice los bonos *pass-through* de hipotecas de tipo ajustable híbridas de agencia.

La **deuda de mercados emergentes** está representada por un índice de referencia mixto (combinación con idéntica ponderación de los índices (1/3%) JP Morgan EMBI Global, JP Morgan CEMBI Broad Diversified y JP Morgan GBI-EM Global Diversified. El índice **JP Morgan Emerging Markets Bond Global** sigue la rentabilidad total de instrumentos de deuda externa negociados en los mercados emergentes y es una versión ampliada del EMBI+.

Al igual que el EMBI+, el EMBI Global incluye bonos Brady, préstamos y eurobonos denominados en USD con un valor nominal en circulación de al menos 500 millones de USD. El índice **JP Morgan Corporate Emerging Markets Bond Broad Diversified Index**

es un índice de referencia de bonos corporativos líquidos de mercados emergentes globales que sigue la evolución de bonos corporativos denominados en USD emitidos por entidades de mercados emergentes.

El índice **JP Morgan Government Bond Index-Emerging Markets Global Diversified** es un índice de referencia global, líquido y ponderado por la capitalización de mercado de bonos corporativos de mercados emergentes denominados en USD representativos de Asia, América Latina, Europa y Oriente Medio/Africa.

El índice **JP Morgan Global Government Bond (Global Government Bonds)** es un índice de renta fija ponderado por el valor de mercado compuesto por deuda pública de países desarrollados.

INFORMACIÓN IMPORTANTE

La rentabilidad pasada no garantiza resultados futuros. Las rentabilidades que se mencionan en el comentario son las de índices representativos y no pretenden describir el rendimiento de una inversión concreta.

Los puntos de vista, las opiniones, los pronósticos y las estimaciones aquí expresados pertenecen al autor o al equipo de inversión en la fecha de elaboración de este documento y podrán variar en cualquier momento debido a las condiciones de mercado o económicas o de otro tipo. Además, tales puntos de vista no se actualizarán o revisarán de otro modo con el fin de recoger la información disponible, ni las circunstancias existentes, ni los cambios que se produzcan después de la fecha de publicación. Los puntos de vista expresados no reflejan los de todos los gestores de carteras de Morgan Stanley Investment Management (MSIM), ni los de toda la compañía en conjunto, y podrían no plasmarse en todos los productos y las estrategias que ofrece la compañía.

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

Algunos de los datos que aquí se incluyen se basan en información obtenida de terceros considerados fiables. Sin embargo, no hemos verificado dicha

información, por lo que no formulamos declaración alguna con respecto a su precisión o su integridad.

El presente documento es una comunicación general que no es imparcial y toda la información provista se ha elaborado exclusivamente a efectos informativos y educativos, y no constituye una oferta o una recomendación para comprar o vender títulos concretos ni para adoptar una estrategia de inversión determinada. La información provista en el presente documento no se ha elaborado atendiendo a las circunstancias particulares de ningún inversor y no constituye asesoramiento de inversión ni debe interpretarse en modo alguno como asesoramiento fiscal, contable, jurídico o regulatorio. Por consiguiente, antes de tomar una decisión de inversión, los inversores deben consultar a un asesor jurídico y financiero independiente para que les informe sobre las consecuencias fiscales de dicha inversión.

La presente comunicación no es un producto del departamento de análisis de Morgan Stanley y no debe considerarse una recomendación basada en análisis. La información recogida en el presente documento no se ha elaborado de conformidad con los requisitos legales establecidos para promover la independencia del análisis de inversiones y no está sujeta a ninguna prohibición de contratación antes de la difusión del análisis de inversiones.

DISTRIBUCIÓN

La presente comunicación se dirige exclusivamente a personas que residan en jurisdicciones donde la distribución o la disponibilidad de la información que aquí se recoge no vulneren las leyes o los reglamentos locales y solo debe distribuirse entre estas personas.

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.

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 (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.

Hong Kong: El presente documento ha sido emitido por Morgan Stanley Asia Limited para utilizarse en Hong Kong y únicamente podrá facilitarse a "inversores profesionales", según se define este término en la Ordenanza de valores y futuros (*Securities and Futures Ordinance*) de Hong Kong (Capítulo 571). El contenido del presente documento no ha sido revisado ni aprobado por ninguna autoridad reguladora, ni siquiera la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong. En consecuencia, salvo en casos de exención conforme a la legislación pertinente, el presente documento no podrá emitirse, facilitarse, distribuirse, dirigirse ni ofrecerse al público en Hong Kong. **Singapur:** El presente documento no debe considerarse una invitación de suscripción o adquisición, directa o indirectamente, dirigida al público o a cualquier persona concreta de este en Singapur, salvo a (i) inversores institucionales conforme al artículo 304 del capítulo 289 de la Ley de valores y futuros (*Securities and Futures Act*, "SFA") de Singapur, (ii)

"personas relevantes" (incluidos inversores acreditados) de conformidad con el artículo 305 de la SFA, y de acuerdo con las condiciones especificadas en el artículo 305 de la SFA, o (iii) de otro modo de conformidad y de acuerdo con las condiciones de cualquier otra disposición aplicable de la SFA. **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: Este documento se proporciona en relación con el negocio de Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. ("MSIMJ") con respecto a Japón: Este documento se distribuye en relación con el negocio de Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. ("MSIMJ") con respecto a contratos de gestión discrecional de inversiones y contratos de asesoramiento de inversiones. Este documento no se concibe como una recomendación o invitación para llevar a cabo operaciones ni ofrece ningún instrumento financiero concreto.

En virtud de un contrato de gestión de inversiones, con respecto a la gestión de activos de un cliente, el cliente ordena políticas de gestión básicas por adelantado y encarga a MSIMJ que tome todas las decisiones de inversión con base en el análisis del valor de los títulos, entre otros factores, y MSIMJ acepta dicho encargo. El cliente deberá delegar en MSIMJ las facultades necesarias para realizar inversiones. MSIMJ ejerce las facultades delegadas con base en las decisiones de inversión de MSIMJ y el cliente se abstendrá de emitir instrucciones concretas.

La gestión de activos fiduciarios está sujeta a riesgos tales como el riesgo de variación en los precios de las acciones u otros valores incorporados en los activos fiduciarios. Entre otros riesgos se incluyen el riesgo de crédito, el riesgo de liquidez, el riesgo cambiario, el riesgo asociado con derivados y el riesgo de país. Todas las ganancias y pérdidas que surgen de la gestión de los activos fiduciarios pertenecen a los clientes; el principal no está garantizado y pueden producirse pérdidas del principal. Antes de invertir, estudie minuciosamente los objetivos de inversión y la naturaleza de los riesgos.

Se aplicará una comisión de asesoramiento de inversión por contratos de asesoramiento de inversiones o contratos de gestión de inversiones, en proporción al plazo del contrato y en función de la cantidad de activos objeto del contrato multiplicada por cierto tipo (como máximo, del 2,16% anual, impuestos incluidos). Además, en el caso de algunas estrategias, puede aplicarse una comisión de contingencia, además de la comisión que se menciona anteriormente. En lo respecta a otros costes, también pueden incurrirse en gastos indirectos, como comisiones de intermediación de valores registrados, costes requeridos para transacciones de futuros u opciones, costes de custodia de valores, etc. Dado que estos gastos y comisiones varían en función del contrato y otros factores, MSIMJ no puede indicar los tipos o los límites máximos, entre otros elementos, por adelantado.

Los clientes deben leer minuciosamente los documentos que se facilitan antes de la suscripción de un contrato de gestión de inversiones 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: The Investment Trusts Association (Japón), Japan Investment Advisers Association y Type II Financial Instruments Firms Association.

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 el objetivo de inversión, los riesgos, las comisiones y los gastos del fondo. En el folleto figura esta y otra información sobre el fondo. Para obtener un folleto, descárguelo de 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

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.

Los índices no están gestionados y no incluyen gastos, comisiones ni gastos de suscripción. No es posible invertir directamente en un índice. La propiedad intelectual de cualquier índice mencionado en el presente documento (incluidas las marcas comerciales registradas) recae sobre el concedente de la licencia correspondiente. Los concedentes de licencia no patrocinan, respaldan, venden ni promocionan en modo alguno ningún producto basado en índices, por lo que no tendrán responsabilidad alguna a este respecto.

MSIM no ha autorizado a intermediarios financieros a utilizar o distribuir el presente documento, salvo que dichas utilización y distribución se lleven a cabo de conformidad con las leyes y los reglamentos aplicables. Además, los intermediarios financieros deberán comprobar por sí mismos que la información recogida en el presente documento es adecuada para las personas destinatarias, teniendo en cuenta sus circunstancias y sus objetivos. MSIM no será responsable del uso o el uso inapropiado del presente documento por cualesquiera tales intermediarios financieros y declina toda responsabilidad al respecto.

El presente documento podrá traducirse a otros idiomas. Cuando se haga tal traducción, la versión en inglés se considerará definitiva. En caso de discrepancias entre la versión en inglés y cualquier versión del presente documento en otro idioma, prevalecerá la versión en inglés.

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

Morgan Stanley Investment Management es la división de gestión de activos de Morgan Stanley.

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

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