

Global Equity Observer

# Viaje a lo desconocido

ACTIVE FUNDAMENTAL EQUITY | INTERNATIONAL EQUITY TEAM | INVESTMENT INSIGHT | MAYO 2019

Es probable que sea muy arriesgado hacer pronósticos sobre la política del Reino Unido, dada la turbulencia experimentada durante los últimos años. Sin embargo, parece que el margen para que el Reino Unido y la Unión Europea (UE) lleguen a un acuerdo se está estrechando. Las elecciones al Parlamento Europeo mostraron el surgimiento de los dos “extremos” en el debate sobre la salida del Reino Unido de la Unión Europea (UE): los partidos favorables a la salida sin acuerdo, encabezados por el nuevo Partido del Brexit, de Nigel Farage, obtuvieron el 35% de los votos, y los partidos claramente favor de permanecer en la UE, liderados por el Partido Liberal Demócrata, lograron el 40% de los votos. Este resultado dejó menos de una cuarta parte de los votos a los dos principales partidos del Reino Unido que promovían un acuerdo intermedio: el Partido Laborista obtuvo el 14% y el Partido Conservador, el 9%, un desplome sin precedentes frente al 82% en conjunto que lograron en las elecciones generales de hace solo dos años.

Si bien el resultado de las elecciones internas por el liderazgo del partido conservador son difíciles de pronosticar, parece probable que el próximo líder —y, por tanto, el próximo primer ministro— favorezca un brexit sin acuerdo o, al menos, excluya la prórroga de las negociaciones más allá del 31 de octubre, lo que efectivamente equivale a lo mismo, dado que la UE estará ocupada seleccionando la nueva comisión para los próximos meses. La cuestión es si el parlamento británico podrá bloquear este resultado, dada su mayoría actual contraria a un brexit sin acuerdo. Este es un

AUTOR



**WILLIAM LOCK**

*Head of International Equity Team*



**BRUNO PAULSON**

*Managing Director*



**DIRK HOFFMANN-BECKING**

*Executive Director*

“Si bien está lejos de ser óptimo para el Reino Unido, es probable que el impacto sobre nuestras carteras globales sea relativamente menor”

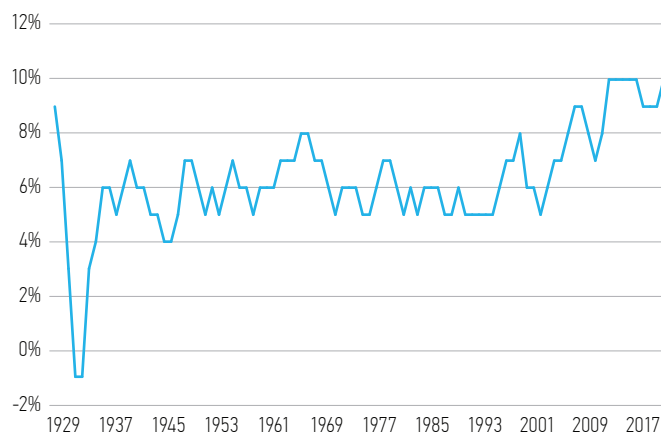


viaje hacia lo desconocido, ya que el Reino Unido se adentra en aguas constitucionales inexploradas. En última instancia, el resultado parece cada vez más binario entre un brexit sin acuerdo y la decisión de permanecer en la UE, ya sea a través de elecciones generales, un referéndum o incluso la revocación del Artículo 50. El desenlace es, de hecho, impredecible.

Sin querer ser acusados de participar en el “Proyecto Miedo”, es probable que el brexit sin acuerdo sea una perturbación económica significativa para el Reino Unido y también un golpe significativo para Europa continental. El alcance de cualquier daño dependerá de cuánto tiempo se tarde en llegar a algún tipo de acuerdo; es decir, el brexit sin acuerdo se deberá reemplazar por algún tipo de acuerdo. También es probable que la libra esterlina se deprecie sustancialmente. Si bien está lejos de ser óptimo para el Reino Unido, es probable que el impacto sobre nuestras carteras globales sea relativamente menor. Aparentemente, existe mucha exposición, ya que un 19%-22% de las carteras cotiza en el Reino Unido. Sin embargo, estas compañías que cotizan en el Reino Unido son globales, lo que significa que la exposición económica real es mucho más baja y solo un 3%-4% de los ingresos de las carteras tiene exposición al Reino Unido. En consecuencia, es probable que cualquier debilidad de la libra esterlina se compense con la apreciación de las acciones en libras esterlinas cotizadas en el Reino Unido, al igual que sucedió después del resultado del referéndum de 2016. En el caso de una empresa tabacalera multinacional británica, se puede argumentar que cualquier debilidad de la libra esterlina será positiva, ya que reduciría efectivamente la tensión de la carga de la deuda (40% denominada en GBP) y el dividendo (100% denominado en GBP), lo que permitiría a la compañía desapalancarse y convertirse en una especie de “cobertura ante el brexit sin acuerdo”. Existe un argumento similar de que una depreciación clara de la libra esterlina favorecerá a la base de costes centrada en el Reino Unido de GlaxoSmithKline.

La cuestión de fondo es si un brexit sin acuerdo supondría un evento general que active la aversión al riesgo. A diferencia de las secuelas del referéndum de 2016, es poco probable que se materialicen temores de contagio o un efecto dominó, ya que la experiencia del Reino Unido en los últimos tres años ha disminuido definitivamente el entusiasmo por movimientos similares en otras partes de Europa. Sin embargo, existirá inquietud sobre el impacto en el crecimiento del Reino Unido y Europa continental. Nuestras carteras globales invierten en compañías con muchos ingresos recurrentes y poder de fijación de precios, lo que debería hacer que sus datos económicos sean más sólidos ante cualquier recesión, ya que tanto las ventas como los márgenes tienden a estar aislados y la historia sugiere que es probable que el mercado lo reconozca.

### Beneficios corporativos después de impuestos en Estados Unidos como % del PIB



Fuente: BEA, análisis de MSIM; a 31 de diciembre de 2018.

Si bien somos relativamente optimistas acerca de los efectos del brexit o del brexit sin acuerdo sobre la cartera, estamos menos tranquilos con respecto al riesgo político en general. El proceso de salida del Reino Unido de la UE puede verse como un síntoma del cambio que se está produciendo en el entorno global: un alejamiento de las políticas favorables al comercio. Después de todo, para bien o para mal, estaba lejos de contar con el apoyo de las grandes corporaciones. Se puede argumentar que, durante las últimas décadas, los gobiernos han favorecido al capital sobre el trabajo, ya sea en relación con la globalización, la regulación laboral, los impuestos o las actitudes hacia la consolidación. Esto se refleja en la rentabilidad corporativa, que se encuentra en niveles muy elevados como un porcentaje del producto interior bruto, particularmente en Estados Unidos, donde su participación se sitúa en torno al 10% en comparación con la referencia de posguerra de alrededor del 6%.

Hay tres grandes tendencias políticas superpuestas que amenazan los elevados niveles de rentabilidad actuales: el populismo de derechas, el populismo de izquierdas y el ecologismo. Conjuntamente, son el principal desafío estructural para los elevados niveles de rentabilidad actuales, en oposición a la amenaza cíclica de cualquier ralentización o recesión.

**“Hay tres grandes tendencias políticas superpuestas que amenazan los elevados niveles de rentabilidad actuales: el populismo de derechas, el populismo de izquierdas y el ecologismo”.**

El populismo de derechas es el que ya ha comenzado a sentirse. El brexit se sitúa en esta línea, al igual que las amenazas al libre comercio y la globalización. A menudo, se considera al presidente de Estados Unidos, Donald Trump, como la personificación de la reacción contra la globalización, aunque el análisis trasciende esta percepción. Según la Organización Mundial del Comercio, entre 2008 y 2016 se introdujeron 1.300 medidas comerciales restrictivas en todo el mundo, incluso antes de la elección de Trump. La presión ha aumentado desde entonces. En ausencia de la capacidad de fijación de precios para trasladar los costes incrementales a los clientes, los aranceles de Estados Unidos ya están afectando a la rentabilidad, y la incertidumbre no es ideal para la inversión empresarial. Podría afirmarse que la división potencial de las cadenas de valor globales de la tecnología en dominios separados en Estados Unidos y China podría tener implicaciones más graves a largo plazo que el aumento de los aranceles. También se están imponiendo cada vez más restricciones a la migración internacional, lo que dificulta la contratación de empleados por parte de compañías en países con mercados laborales con más restricciones y/o escasez de habilidades.

Es notable que el populismo de derechas ha logrado un éxito bastante mayor que el de izquierdas a partir de la crisis financiera global. De hecho, la centroizquierda lo ha pasado mal en la mayoría de los países occidentales, al ver caer su voto bruscamente o incluso colapsar por debajo del 10% en el caso de Francia. Este fracaso está impulsando ideas políticas más radicales en la izquierda, especialmente entre muchos de los candidatos demócratas para las elecciones presidenciales de Estados Unidos en 2020. Entre las ideas propuestas se incluyen reformas en los mercados laborales en torno a salarios mínimos más altos o más derechos para los trabajadores, la reactivación de las políticas antimonopolio para combatir la mayor concentración del mercado e incluso, en el Reino Unido, la renacionalización de algunas industrias sin plena compensación para los actuales propietarios. Además, el auge de la heterodoxa Teoría Monetaria Moderna está proporcionando cierta cobertura intelectual a un gasto público considerablemente mayor financiado por la impresión de dinero, lo que puede amenazar la baja inflación que subyace en las valoraciones de las acciones. Las perspectivas para la introducción de cualquiera de estas políticas no están claras, pero una desaceleración económica podría aumentar los riesgos.

El tercer capítulo versa sobre las presiones de las organizaciones ecologistas. El consenso científico es que, en realidad, el cumplimiento de los compromisos del Acuerdo de París de 2016 para mantener el aumento de la temperatura media mundial por debajo de 2 °C con respecto a los niveles preindustriales, podría tener graves implicaciones para las industrias con mayor intensidad de carbono. Lo que es notable es la creciente tracción que los partidos ecologistas están logrando electoralmente, al obtener cerca del 10% de los escaños en las recientes elecciones

europeas. Lo que no conocemos es la velocidad a la que se traducirá este progreso electoral en políticas que limiten la acción corporativa.

No está nada claro si las valoraciones actuales del mercado incorporan plenamente estos riesgos para los mercados bursátiles. Un índice MSCI World que cotiza en cerca de 15 veces las ganancias a futuro para los próximos 12 meses no parece estar descontando muchas de estas amenazas estructurales para la rentabilidad corporativa, incluso dejando de lado cualquier preocupación cíclica. En el ámbito más concreto de la cartera, estas amenazas resaltan la importancia del enfoque social y medioambiental en el seno del análisis de los factores ESG. Estos deben considerarse principalmente con respecto a cada acción o sector específicos, aunque existen algunas pautas generales.

**“El escrutinio de las compañías está aumentando considerablemente, por lo que los equipos directivos deben ser conscientes de los riesgos medioambientales y sociales que afrontan sus negocios”**

Lo más importante es la existencia del poder de fijación de precios. Esta es una característica clave para los compounders incluidos en nuestras carteras y es particularmente importante cuando las bases de costes de las compañías pueden experimentar perturbaciones, bien por los aranceles, o bien por los costes laborales más elevados o el encarecimiento de la energía. La capacidad de traspasar el encarecimiento de los factores de producción a los clientes es crucial para preservar los márgenes y, por tanto, la rentabilidad. Entre los demás factores a tener en cuenta, señalaríamos la ventaja de cadenas de suministro relativamente cortas y sencillas en un mundo donde la globalización está bajo amenaza y la necesidad de evitar la dependencia de procesos con elevada intensidad de carbono. En términos más generales, en un mundo donde el escrutinio de las compañías, tanto por parte de los gobiernos como de los consumidores, está aumentando considerablemente, los equipos directivos deben ser conscientes de los riesgos medioambientales y sociales que afrontan sus negocios y mostrarse proactivos al hacerlos frente. Claramente, no hay margen para la complacencia en este entorno político emergente. Sin embargo, nuestra opinión es que nuestro proceso de inversión, centrado en compounders con plena integración de los factores ESG, ofrece una cartera de compañías que están relativamente bien posicionadas para hacer frente a estos riesgos debido a su poder de fijación de precios, su baja intensidad de carbono o la calidad de los equipos directivos.

## 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 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 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.



## INFORMACIÓN SOBRE ÍNDICES

El **índice MSCI World** es un índice ponderado por capitalización bursátil ajustado por las acciones en libre circulación que tiene por objeto medir la rentabilidad de las bolsas de mercados desarrollados de todo el mundo. La expresión "en libre circulación" designa la proporción de las acciones en circulación que se consideran disponibles para su compra por los inversores en los mercados bursátiles. La evolución del índice se expresa en USD y supone que los dividendos netos se reinvierten. El índice no está gestionado y no incluye gastos, comisiones ni gastos de suscripción. No es posible invertir directamente en un índice.

## 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, Dublín 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 Secundaria 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 Secundaria 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 Zürich con el número CHE-115.415.770. Domicilio social: Beethovenstrasse 33, 8002 Zürich (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](http://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 2,16% 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 con carácter previo a 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 (Ireland) Limited ("MSIM Ireland"). Domicilio social: The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's Quay, Dublín 2 (Irlanda). Inscrita en Irlanda con el número de sociedad 616662. Regulada por el Banco Central de Irlanda.

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 periodos 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 our site at [\*\*www.morganstanley.com/im\*\*](https://www.morganstanley.com/im)