

Carteras de renta fija Euro Aggregate: un enfoque práctico

RENTA FIJA | EQUIPO GLOBAL FIXED INCOME | PERSPECTIVA DE INVERSIÓN | 2019

Pensamos que resulta lógico gestionar carteras de renta fija Euro de forma agregada, es decir, agrupando todos los sectores en una única cartera. Tenemos esta opinión porque la zona euro ha experimentado períodos de tensión sistémica, que han afectado a todos los activos de renta fija, que bien podrían volver a producirse. En tales períodos, cuando la correlación entre las rentabilidades de los activos evoluciona hacia +1 o -1, resulta razonable que un único gestor tenga el control de toda la cartera, para evitar que el mismo factor de riesgo condicione a los diferentes sectores y también para optimizar la compensación entre posiciones de cobertura.

Por qué segregar tiene sentido...

La tendencia de los mandatos de renta fija de los últimos años ha avanzado hacia la segregación en la gestión. En lugar de ordenar a un gestor de carteras que administre una cartera heterogénea de activos (crédito, activos titulizados, deuda pública, etc.), los inversores finales asignaban mandatos individuales a especialistas en sectores concretos—por ejemplo, nombraban a un gestor de fondos de deuda pública para administrar el segmento de deuda soberana de la cartera—. El razonamiento de este modo de actuar es evidente, pues permite al inversor final acceder a las mejores habilidades de inversión para cada clase de activos. También pueden optimizar las ventajas de la diversificación¹ fijando una asignación de activos entre los diferentes sectores que mejor respondan a sus objetivos de inversión, en lugar de emplear la ponderación por capitalización de mercado de un índice agregado.

AUTORES



ANTON HEESE

Executive Director
Equipo Global Fixed Income



RICHARD CLASS

Managing Director
Equipo Global Fixed Income



LEON GRENYER

Managing Director
Equipo Global Fixed Income

¹ La diversificación no elimina el riesgo de pérdidas.

... y por qué no (en renta fija Euro)

Sin embargo, consideramos que este es un argumento de peso para la agregación, en lugar de la segregación, en el caso de la gestión de activos de renta fija Euro: la agregación permite gestionar mejor los riesgos derivados de las crisis sistémicas que, de manera periódica, afectan a los mercados de renta fija Euro.

La naturaleza de una crisis sistémica es que afecta al rendimiento de todos los activos, en ocasiones, de formas que los inversores nunca se habrían esperado. Complica todo aún más que las crisis de la zona euro siempre revisten una duración, una naturaleza y una intensidad distintas en función de si el problema responde a una crisis financiera global (por ejemplo, como sucedió en 2008), una crisis bancaria nacional que se propaga a la deuda soberana y el resto de la economía (por ejemplo, España e Irlanda en 2010) o una crisis política que afecta a los activos soberanos y el sistema bancario, así como a otros países (por ejemplo, Grecia en 2010 y 2015).

Los acontecimientos de riesgo sistémico, un factor a favor de las carteras agregadas

En un entorno como este, consideramos positivo contar con un único gestor que sea conocedor de todos los riesgos de una cartera y de esta manera encontrarse mejor posicionado para administrar de forma integral todo el riesgo. Un riesgo concreto de la segregación radica en que todos los gestores Los gestores, al actuar independientemente los unos de los otros, adoptan posiciones similares y de riesgo correlacionadas en sus carteras que amplifiquen el riesgo conjunto. De la misma manera, al trabajar de forma independiente, es improbable que potencien las coberturas internas que existen en el seno de una cartera de renta fija multiactivo. Al juzgárseles principalmente en función de su rendimiento individual, disponen de incentivos limitados para contribuir a que la cartera agregada global brinde rentabilidades ajustadas por el riesgo mejores.

Por ejemplo, imagínese una situación en que los fundamentales macroeconómicos del país A estén mejorando. En una cartera segregada, puede que todos los gestores de las carteras de crédito, deuda

soberana y activos titulizados deseen sobreponerse al país A. Sin embargo, de forma colectiva, dicha circunstancia puede traducirse en una exposición imprudentemente abultada. El gestor de un fondo agregado se encontraría en mejor posición para juzgar si la exposición global resulta adecuada, así como la mejor manera de aumentar esa exposición, por ejemplo, a través de valores del sector financiero o deuda soberana.

Además, puede lograr obtener una mejor rentabilidad, ajustada por el riesgo, poseyendo una mayor asignación a deuda pública de riesgo bajo para compensar las posiciones con más riesgo y de mayor rentabilidad. Puede que no prevea que la deuda pública evolucione muy bien, pero sí crea que invertir en ella contribuirá a mitigar el riesgo en caso de que las cosas vayan peor de lo esperado y las posiciones arrriesgadas arrojen resultados negativos. En el caso de las carteras segregadas, los gestores individuales no son conscientes de cubrir las posiciones de riesgo de cada una de ellas de este modo, ni se les incentiva para ello.

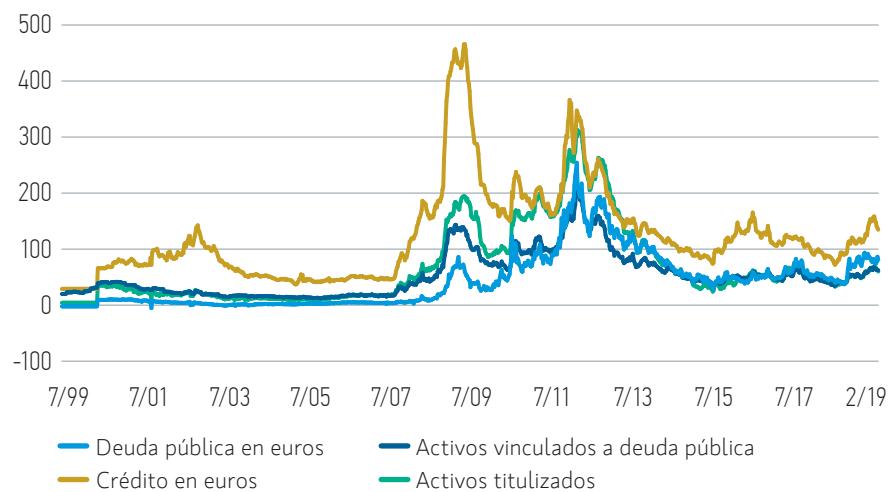
La segregación también puede ralentizar la reasignación óptima de activos entre diferentes clases según surjan oportunidades y amenazas. Puede llevar tiempo obtener el reembolso de las inversiones, reasignarlas y reformular los mandatos que no resultaron adecuados.

Numerosos activos de renta fija Euro han atravesado diversos períodos imprevistos de tensión en los 20 últimos años y pueden no haber rendido como se esperaba en un primer momento. Por ejemplo, la referencia habitual para las carteras de deuda soberana en euros antes de 2010 era un índice ponderado por capitalización de mercado de deuda soberana en euros. Por lo general, se esperaba que este fuera el componente "refugio" de una cartera, con una rentabilidad moderada, pero con una evolución adecuada durante períodos de tensiones económicas y financieras. Pocos inversores preveían que, de 2010 a 2013, un emisor que suponía en torno al 10% del índice (es decir, Grecia) incurriría en impago y que otros (Chipre y Portugal) perderían el grado de inversión, que algunos soberanos que contaban con calificaciones de AAA (España e Irlanda) precisarían de rescates y que el mayor componente del índice (Italia) pasaría a ser el activo de renta fija Euro más volátil.²

Expliquemos e ilustremos estos extremos remitiéndonos a los datos históricos de los activos de renta fija Euro desde comienzos de la unión monetaria en 1999. Si bien es posible que las rentabilidades pasadas no sean un buen reflejo de las rentabilidades futuras, sí ponen de manifiesto algunos de los riesgos que los inversores han experimentado en el pasado y que, por tanto, pueden enfrentar en el futuro.

GRÁFICO 1

Diferenciales ajustados por las opciones correspondientes a los principales sectores de renta fija en euros



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 Información importante para conocer las definiciones de los índices. Fuente: Bloomberg.

² Fuente: Índice Bloomberg Barclays Euro Aggregate Bond.

Una historia breve de los mercados de renta fija Euro

El *Gráfico 1* muestra el diferencial ajustado por las opciones (OAS) correspondiente a los sectores principales del índice Bloomberg Barclays Euro Aggregate, es decir, deuda pública en euros, activos vinculados a deuda pública, activos titulizados y crédito. Nos cuenta la historia de los mercados de renta fija Euro y el rendimiento relativo de los principales sectores. Concretamente, el periodo comprendido entre 1999 y 2007 se caracterizó por diferenciales de crédito muy estrechos y estables en la mayoría de los productos, con la única excepción de algunos sectores corporativos (por ejemplo, telecomunicaciones), que se vieron sometidos a presión tras el estallido de la burbuja de las “puntocom”.

La primera gran crisis comenzó en 2008, cuando la crisis financiera global provocó tensión en los mercados de crédito en euros, en particular, los valores del sector financiero. También se experimentó una tensión significativa en los mercados de activos titulizados dada su conexión con el sector financiero, lo cual obligó al Banco Central Europeo (BCE) a lanzar su primer programa de adquisiciones de bonos garantizados. La deuda soberana de países con sectores financieros deteriorados (Bélgica, Países Bajos y Austria) también se abarató, pues los inversores percibían los problemas del sector financiero como una obligación contingente de los estados.

Los diferenciales de crédito se estrecharon con fuerza en 2009 al recuperarse la economía global y la crisis se disipó, para volver a ampliarse de 2010 a 2013. En esta ocasión, el problema tuvo que ver más con el sector de deuda soberana, en concreto, con Grecia, aunque en otros países (por ejemplo, España e Irlanda) el problema comenzó en el sector bancario y se extendió a la deuda soberana. A medida que aumentaban las tensiones en la economía y el sistema financiero, otros países (por ejemplo, Italia, Portugal y, en menor medida, Francia) también se vieron arrastrados a la crisis, pues esta había puesto de manifiesto sus vulnerabilidades. Los emisores considerados refugios (principalmente, Alemania) vieron aumentada su demanda.

Una combinación de medidas de urgencia desplegadas por el banco central y asistencia fiscal contribuyó a zanjar la crisis, lo cual se tradujo en un periodo de compresión sostenida de los diferenciales de 2013 en adelante, si bien en cierta medida se ampliaron los diferenciales de crédito en 2016 y 2018 (con motivo de las preocupaciones en torno al crecimiento económico) y los diferenciales de la deuda soberana aumentaron en 2018 (por el recrudecimiento de los riesgos políticos en Italia).

Extraemos distintas lecciones de esta historia:

1. LAS CRISIS AFECTAN A TODOS LOS SECTORES:

una crisis sistémica, por definición, afecta a todos los aspectos del sistema. No es sorprendente que el diferencial ajustado por las opciones del índice Bloomberg Barclays Euro Aggregate guardara una correlación elevada con el indicador de tensión sistémica del BCE (véase el *Gráfico 2*). La gravedad puede variar en función de la profundidad de la crisis, pero dar con buenos refugios puede resultar complicado en estos períodos.

GRÁFICO 2

Diferencial ajustado por las opciones sobre el índice Euro Aggregate e indicador de tensión sistémica del BCE



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.**

Fuente: Bloomberg, BCE.

GRÁFICO 3

Diferenciales de activos vinculados a deuda pública y crédito



Fuente: Bloomberg.

Incluso sectores que uno pensaría que apenas comparten vínculos fundamentales resultaron guardar una correlación elevada: por ejemplo, los diferenciales de crédito de agencias del sector público o que contaban con su respaldo, por lo general, con calificaciones muy elevadas y estables con respecto a los soberanos, mostraron una correlación muy elevada con los diferenciales de crédito (véase el Gráfico 3).

2. NINGUNA CRISIS ES IDÉNTICA A OTRA:

en función del motivo del inicio de la crisis y también porque los inversores y los reguladores se comportan tomando como base crisis pasadas, la rentabilidad de los activos varía de una crisis a otra; por ejemplo, la de 2008 versó principalmente sobre el sector financiero, mientras que, en 2010-2012, tuvo que ver con la deuda soberana, concretamente, de la periferia de la zona euro. Esto es lo que se denomina “beta”, es decir, la volatilidad relativa de los diferentes activos, que varía con el tiempo. La correlación entre activos también cambia con el tiempo, en función tanto del modo en que se desarrolla y finaliza cada crisis como de los activos a los que más afecta.

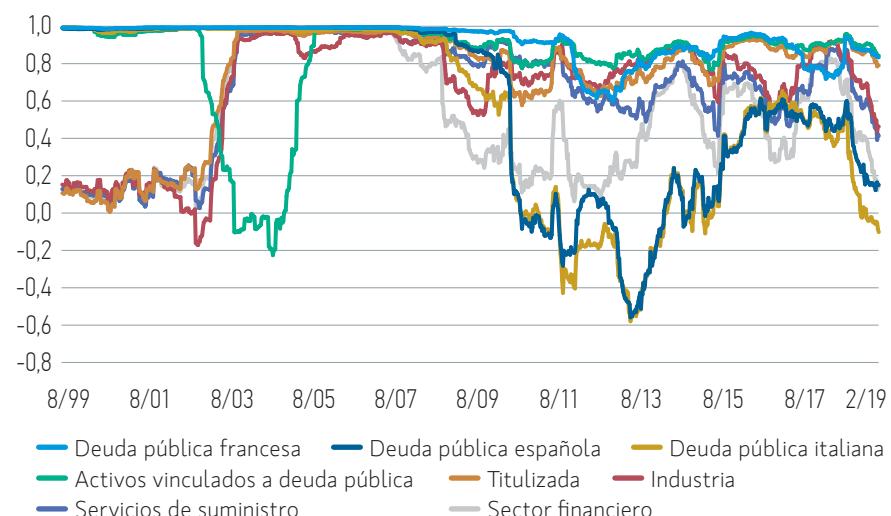
3. LAS DIVERGENCIAS DE RENTABILIDAD OFRECEN OPORTUNIDADES DE DIVERSIFICACIÓN:

el lado bueno de una crisis sistémica es que los activos “refugio” pueden mitigar los riesgos a la baja de diversidad de activos de riesgo. Concretamente, la deuda soberana con una calificación de AAA, como la de Alemania, ha rendido muy bien en períodos de tensión. Aunque la correlación entre sectores “de riesgo” en una crisis ha aumentado, la correlación con la deuda pública alemana se ha tornado más negativa (véase el Gráfico 4), lo cual ofrece una oportunidad de diversificación para las carteras, al menos, para las que han logrado invertir tanto en deuda pública de alta calidad como en productos de renta fija.

4. NO TODOS LOS ACTIVOS

EVOLUCIONAN COMO SE ESPERA: la crisis de 2008 se recuerda por el número de productos de crédito estructurados que revestían un riesgo de

GRÁFICO 4
Correlación durante 1 año entre la rentabilidad de la deuda pública alemana y otros sectores



Las correlaciones se facilitan con fines meramente ilustrativos y no pretenden describir la correlación de inversiones concretas. **Las correlaciones que se indican no son garantía de resultados futuros.**
Fuente: Bloomberg, MSIM.

impago sustancialmente superior al que sugerían sus calificaciones de crédito. En la crisis de deuda soberana de la zona euro de 2010-2012, los inversores descubrieron que importantes segmentos de sus carteras de bonos soberanos —que hasta entonces se pensaba que apenas implicaban riesgo de impago, si acaso— en realidad eran muy arriesgados, en términos tanto de volatilidad de sus diferenciales de crédito como de impago real (como sucedió con la reestructuración de la deuda de Grecia en 2012). Aunque el diferencial ajustado por las opciones sobre los valores del Tesoro es menos volátil que otros diferenciales, esta realidad esconde una variación significativa en el seno del universo de la deuda soberana. Dichos diferenciales ajustados por las opciones sobre la deuda pública italiana son actualmente mayores y más volátiles que los de cualquier otro sector del índice.

Por qué tememos que se produzcan nuevas crisis sistémicas

Lamentablemente, pensamos que la zona euro podría enfrentarse a nuevos períodos de tensión sistémica. Numerosos de los desequilibrios estructurales y fiscales que han causado problemas en el pasado no

se han resuelto del todo y, aunque los mecanismos de protección y asistencia son mejores que en el pasado, no son lo suficientemente sólidos como para lograr que los inversores se sientan plenamente seguros. Los emisores soberanos altamente endeudados con economías que presentan crecimientos tendenciales bajos (principalmente, Italia) siguen siendo motivo de gran preocupación para los inversores, máxime tras dejar claro la experiencia griega que la deuda soberana de la zona euro no está libre de impago. Otra fuente de preocupación es que persista el vínculo entre la deuda soberana y el sector bancario, del cual puede originarse contagio en ambas direcciones. Aunque la Unión Europea (UE) ha adoptado ambiciosas medidas para reducir el riesgo en el sector financiero, todavía deben tomarse medidas más sustanciales, como un sistema de garantía de depósitos para toda la zona euro.

Estas lecciones nos llevan a pensar que es mejor que las carteras de renta fija Euro se gestionen de manera activa e integral, es decir, teniendo en cuenta la rentabilidad y la correlación potenciales de todos los activos.

Consideraciones sobre riesgos

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 períodos 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 rentas. 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 préstamos de bancos públicos están sujetos al riesgo de liquidez y al riesgo de crédito de los títulos con calificaciones inferiores. 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 títulos de deuda soberana están sujetos al riesgo de impago. 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. El **mercado de divisas** es altamente volátil. Influyen en los precios de estos mercados, entre otros factores, los cambios en la oferta y la demanda de una divisa en particular, las condiciones comerciales, los programas y las políticas fiscales, monetarios y de control de los mercados de divisas nacionales o extranjeros y las variaciones de los tipos de interés nacionales y extranjeros. Las inversiones en **mercados extranjeros** comportan riesgos específicos como, por ejemplo, de divisa, políticos, económicos y de mercado. Invertir en países de **mercados emergentes** comporta riesgos mayores que los relacionados generalmente con inversiones en el extranjero. 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). Debido a la posibilidad de que las amortizaciones anticipadas alteren los flujos de caja sobre las **obligaciones hipotecarias garantizadas**, no es posible establecer con antelación su fecha de vencimiento final o su vida media. Además, si la garantía de la obligación hipotecaria garantizada o las garantías de terceros fueran insuficientes para realizar pagos, la cartera podría incurrir en pérdidas.

DEFINICIONES DE ÍNDICES

El índice **Bloomberg Barclays Euro Aggregate Bond** es un destacado índice de referencia de carácter general que mide la evolución del mercado de bonos de tipo fijo con grado de inversión en euros, incluidos bonos del Tesoro y emisiones vinculadas al sector público, corporativas y de activos titulizados. La inclusión se basa en la divisa en que esté denominado un bono y no en el país de riesgo del emisor.

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.

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, autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera. **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). **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. Autorizada y regulada por el Banco Central de Irlanda. **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. **Paises Bajos:** Morgan Stanley Investment Management, Rembrandt Tower, 11th Floor, Amstelplein 1 1096HA (Paises 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. Facsímil Fax: +41(0)44 588 1074.

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 incurrir 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.

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, figura 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 BANCARIO

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, a (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.

INFORMACIÓN IMPORTANTE

EMEA: Esta comunicación 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.

Los puntos de vista y las opiniones 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 del mercado o económicas y podrían no llegar a materializarse. Además, tales puntos de vista no se actualizarán o revisarán de otro modo con el fin de recoger la información disponible o las circunstancias existentes y los cambios que se produzcan después de la fecha de publicación. Los puntos de vista expresados no reflejan los de todos los equipos de inversión de Morgan Stanley Investment Management (MSIM), ni los de 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 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.

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.

Esta 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 este 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 de análisis de inversiones.

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. Todas las inversiones entrañan riesgos, incluida la posible pérdida del capital principal. La información recogida en este 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, entre otros aspectos, de las consecuencias fiscales de dicha inversión.

La propiedad intelectual de cualquier índice mencionado en este documento (incluidas las marcas comerciales registradas) recae sobre el licenciatante correspondiente. Los concedentes de licencia no patrocinan, respaldan, venden o 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 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 cualesquier tales intermediarios financieros y declina toda responsabilidad al respecto.

Este 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 de este documento en otro idioma, prevalecerá la versión en inglés.

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 Ireland.

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

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