

Condiciones favorables

SOLUTIONS & MULTI-ASSET | EQUIPO GLOBAL BALANCED RISK CONTROL | PERSPECTIVA MACROECONÓMICA | ABRIL DE 2018

Mientras la economía global sigue avanzando de manera sostenida, puede que resulte difícil recordar que este ciclo comenzó hace casi una década. Puede que resulte incluso más difícil recordar que los mercados emergentes se encontraban en recesión hace poco más de dos años. Sin embargo, la situación económica ha mejorado y los mercados emergentes están convergiendo con sus homólogos desarrollados, impulsando un crecimiento económico sólido y sincronizado y una rentabilidad relativa positiva de la esfera emergente (Figura 1).

AUTOR



ANDREW HARMSTONE

Managing Director

FIGURA 1

Mercados emergentes: más en línea con los mercados desarrollados

Rentabilidad de los mercados emergentes en % de la rentabilidad de los mercados desarrollados



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. En la sección de Información importante figuran las definiciones de los índices. Fuente: DataStream. Datos a 12 de marzo de 2018. Índice MSCI Emerging Markets (precio) e índice MSCI World (precio).

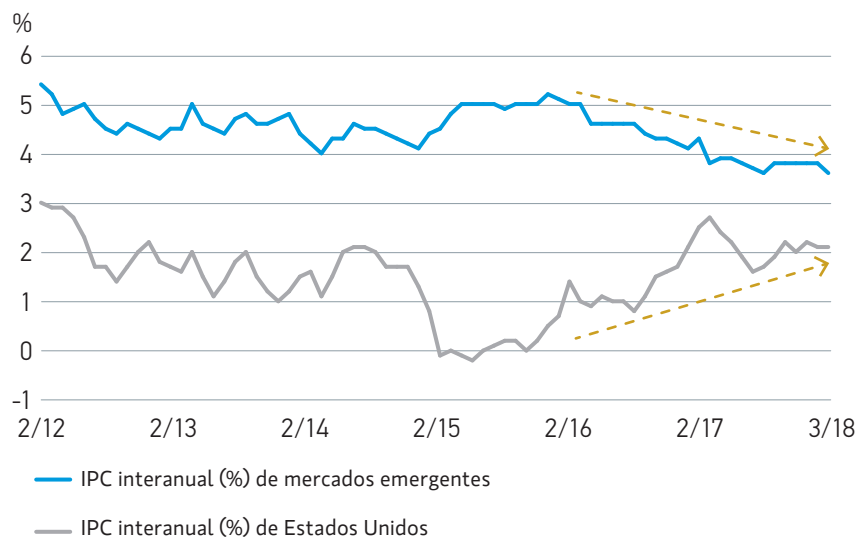
Los mercados emergentes registraron una rentabilidad relativa negativa durante la oleada de ventas que se produjo en los mercados bursátiles a comienzos de febrero; entonces, el índice MSCI World (USD) cedió un 8,8% y el índice MSCI EM perdió un 10,2% (entre el 26 de enero de 2018 y el 9 de febrero de 2018). Aun así, los mercados emergentes se mostraron más resistentes de lo esperado frente al alza de los tipos de interés, que motivó la venta masiva inicial. En lo que va de año, la renta variable de mercados emergentes ha obtenido una rentabilidad relativa positiva (a 12 de marzo de 2018). Este dato representa una situación muy diferente de la que vivimos en 2013, ante la reacción de los inversores a la retirada de estímulos, cuando la renta variable de mercados emergentes se desplomó un 15% tras el anuncio de que la Reserva Federal comenzaría a reducir su programa de expansión cuantitativa.¹

Factores subyacentes: Inflación y rentabilidades reales

El índice de precios de consumo (IPC) interanual de Estados Unidos ha subido desde mínimos, del entorno del 0% en 2015, hasta aproximadamente el 2%. En el mismo periodo, el IPC de los mercados emergentes ha cedido desde máximos, del entorno del 5%, hasta por debajo del 4%. En este momento, tanto las economías emergentes como las economías desarrolladas parecen protagonizar un auge y sus respectivos datos de inflación han convergido hacia la banda de entre el 2% y el 4% (Figura 2).

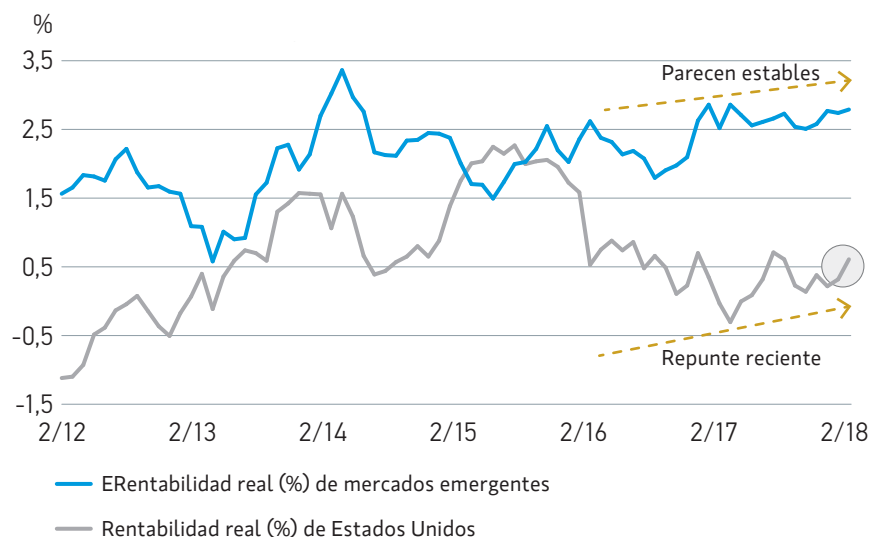
Sin embargo, las rentabilidades reales de los mercados emergentes han *divergido* con respecto a las de sus homólogos desarrollados (Figura 3). La rentabilidad real en Estados Unidos ha repuntado recientemente, pero su trayectoria futura se esclarecerá cuando se defina el estado de la inflación. Lo que queda claro es que las tasas nominales de Estados Unidos están subiendo, las tasas reales parecen evolucionar al alza y la inflación podría acelerarse, lo cual podría llevar a la Reserva Federal a subir tipos antes para compensar esta situación.

FIGURA 2
El diferencial de inflación se ha estrechado



Fuente: Haver. Datos a 12 de marzo de 2018.

FIGURA 3
Las rentabilidades reales divergen



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.** En la sección de Información importante figuran las definiciones de los índices. Fuente: Haver. Datos a 28 de febrero de 2018. Las rentabilidades reales de mercados emergentes se basan en rentabilidades de los bonos a 10 años de los siguientes países: Brasil, México, Indonesia, Sudáfrica, Polonia, Tailandia, Rusia, Turquía, Colombia, Malasia, Hungría y República Checa.

¹ Fuente: Morningstar

En los mercados emergentes, las rentabilidades reales han permanecido razonablemente estables en los últimos meses (*Figura 3*). Algunos mercados emergentes ya habían comenzado a bajar los tipos, mientras que otros acaban de empezar a hacerlo, lo cual pone de manifiesto que se encuentran en una fase más temprana del ciclo. Por su parte, los mercados desarrollados avanzan hacia el endurecimiento de sus políticas monetarias.

Aunque tanto los mercados desarrollados como los mercados emergentes gozan en este momento de solidez económica, la perspectiva es cada vez más halagüeña en los mercados emergentes, muchos de los cuales se encuentran en una fase anterior del ciclo con respecto a sus homólogos desarrollados. Puede que esta sea la explicación de por qué la renta variable de mercados emergentes ha tendido al alza en términos de rentabilidad relativa frente a su homóloga de la esfera desarrollada (*Figura 1*).

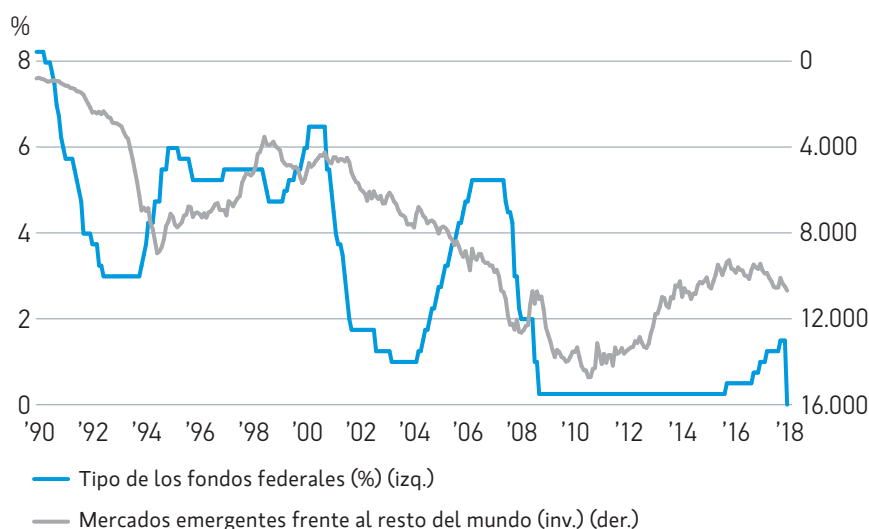
Reacción de los inversores a la retirada de estímulos: improbable que se repita

Puede que numerosos inversores se pregunten si veremos una nueva entrega de la reacción provocada por la retirada de estímulos a la que asistimos en 2013. Pensamos que es improbable que suceda por dos razones.

- En primer lugar, no existe una relación clara entre la subida de tipos por parte de la Reserva Federal y la evolución de la renta variable de mercados emergentes frente a las acciones globales (*Figura 4*). Por lo general, no percibimos motivos para suponer que la rentabilidad de los mercados emergentes acusará el alza de los tipos. De hecho, la renta variable de mercados emergentes parece más sensible al dólar estadounidense que a los ciclos de subida de tipos y dicha moneda lleva trazando una tendencia lateral desde comienzos de año.
- En segundo lugar, los mercados emergentes ofrecen actualmente a los inversores una prima de riesgo atractiva con respecto a sus homólogos desarrollados. Si nos fijamos en el diferencial de tipos de interés reales entre la esfera emergente (excluida

FIGURA 4

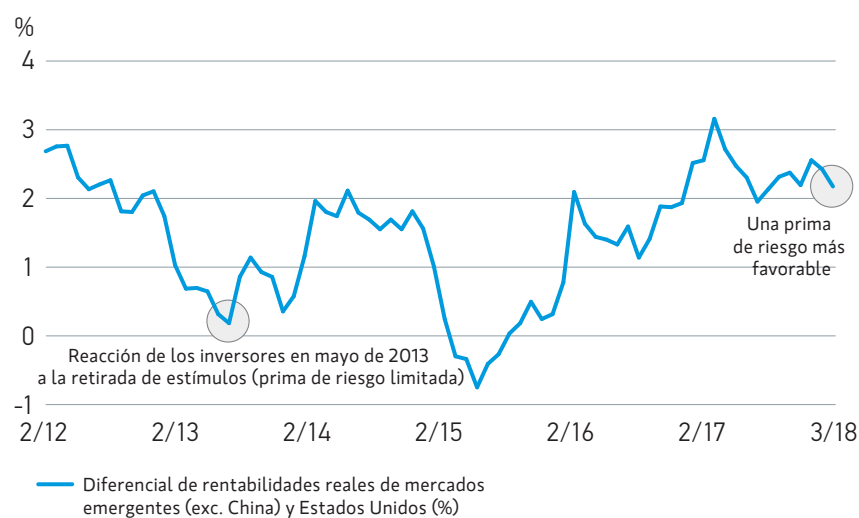
No existe un vínculo claro entre la política de tipos de Estados Unidos y la renta variable de mercados emergentes



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. En la sección de Información importante figuran las definiciones de los índices.** Fuente: Haver. Datos a 12 de marzo de 2018. Índice MSCI Emerging Markets (precio) frente al índice MSCI World (precio).

FIGURA 5

La mayor prima de riesgo actual ofrece cierta protección

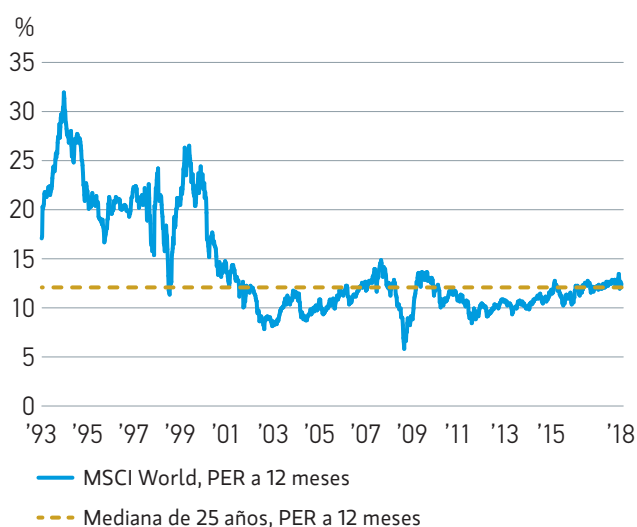


Fuente: Haver. Datos a 12 de marzo de 2018.

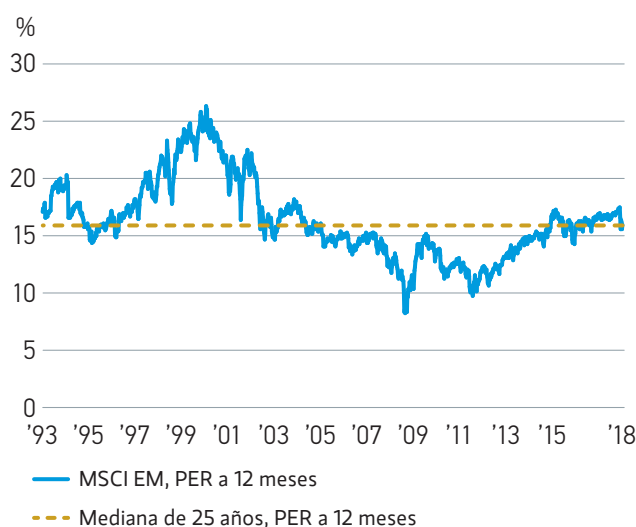
FIGURA 6

Las valoraciones de la renta variable avanzan, pero aún no resultan caras

Valoraciones de la renta variable de mercados emergentes



Valoraciones de la renta variable global



Fuente: IBES. Datos a 12 de marzo de 2018. Las previsiones/estimaciones se basan en las condiciones actuales del mercado, están sujetas a cambios y podrían no cumplirse. 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

China) y Estados Unidos durante la reacción de los inversores a la retirada de estímulos en 2013, veremos que el diferencial de rentabilidades reales era mínimo y apenas se ofrecía prima con respecto a la deuda estadounidense (Figura 5). Esta baja prima hizo que los mercados emergentes se mostraran vulnerables a una subida de tipos. En la actualidad, la prima de riesgo se encuentra en el entorno del 2%, considerablemente más favorable, y debería ofrecer cierta protección frente a perturbaciones externas y favorecer la entrada de capitales en activos de riesgo de mercados emergentes.

Las valoraciones de los mercados emergentes disponen de margen para subir

Las valoraciones de la renta variable de mercados emergentes han avanzado lentamente al alza, al igual que las de la renta variable global (Figura 6). Según los inversores incrementan su tolerancia al riesgo, las valoraciones a menudo siguen elevándose hasta niveles sustancialmente caros. Dado que tanto los mercados emergentes como los mercados

desarrollados se encuentran próximos a su promedio histórico y aún no se encuentran en niveles inasequibles, pensamos que es posible obtener más ganancias.

El crecimiento de los beneficios ha sido bastante robusto, de media, en todo el mundo y no percibimos razones para que esta tendencia pueda invertirse. Sin embargo, el péndulo terminará por girar y los mercados emergentes podrían salir bien parados cuando eso se produzca: La tendencia a la baja de la inflación y la estabilidad de las rentabilidades reales (Figuras 2 y 3) justifican sobradamente la solidez relativa de los mercados emergentes según la economía global avanza en el ciclo.

Aranceles, riñas y tweets

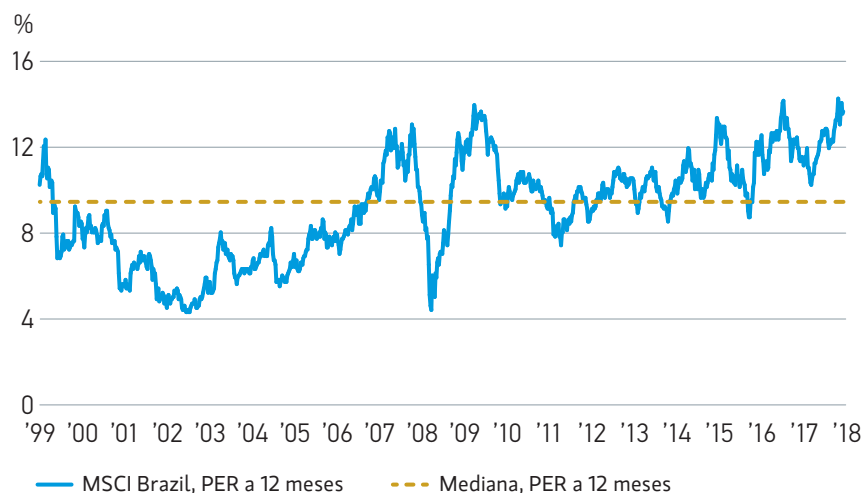
Los mercados reaccionaron negativamente al inesperado anuncio que el presidente Trump realizó el 8 de marzo, acompañado por varios tweets, de que impondría aranceles a las importaciones de acero y aluminio. Una guerra comercial, como consecuencia general, plantea riesgos significativos para mercados emergentes como Corea del Sur y Taiwán,

especialmente sensibles a conflictos de este tipo debido a los elevados ingresos que obtienen por sus exportaciones.

El 22 de marzo, el presidente Trump impuso aranceles del 25%, de hasta 60.000 millones de USD al año, a las importaciones de China tras concluir, su administración, que Pekín se hace injustamente con propiedad intelectual estadounidense. Por su parte, el Ministerio de Comercio chino anunció el 23 de marzo los aranceles a las importaciones que prevé aplicar, próximos a 3.000 millones de USD.²

Los efectos de una guerra comercial global para los mercados emergentes no están claros en este momento. Si otros participantes del mercado deciden actuar y adoptan represalias, los mercados emergentes podrían acusar la percepción negativa y diversidad de cuestiones tocantes a países y sectores concretos. El presidente Trump generó todavía más incertidumbre en torno a esta cuestión al anunciar que Estados Unidos excluirá temporalmente de su plan arancelario a Brasil, la Unión Europea (UE), Australia, Argentina y Corea del Sur.

² Fuente: Ministerio de Comercio de la República Popular China; <http://english.mofcom.gov.cn/article/newsrelease/policyreleasing/201803/20180302723376.shtml>

FIGURA 7**Brasil: ¿al borde del sobrecalentamiento?**

Fuente: IBES. Datos a 12 de marzo de 2018.

Una cuestión de países concretos

Nuestro análisis se ha referido hasta ahora a los mercados emergentes en su conjunto. Sin embargo, en el seno de la esfera emergente, existen diferencias significativas en cuanto a factores económicos, valoraciones del mercado y factores de riesgo. A continuación, destacamos algunas de las diferencias más notables:

LATINOAMÉRICA

Impulsada por Brasil, Latinoamérica es cara, en general. La PER de Brasil se encuentra en el percentil 96 de su historial de 20 años (Figura 7). Esta evolución llama a la cautela desde un punto de vista de las valoraciones, a pesar de la mejora de la economía y la estabilización del entorno político, dadas las menores posibilidades de que haya un gobierno de izquierda populista.

Es probable que las próximas elecciones en México (en julio) y Brasil (octubre) eleven la volatilidad en el mercado. Además, la renta variable mexicana sigue mostrándose muy sensible a las negociaciones del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) y de la política comercial en general. Las tendencias macroeconómicas entre estos dos importantes países latinoamericanos han sido enormemente divergentes: la inflación de Brasil ha descendido de manera sostenida desde

2016, mientras que hasta hace poco la inflación de México subía con fuerza.

ASIA EMERGENTE

La actitud cada vez más restrictiva de Estados Unidos en torno al proteccionismo comercial supondrá un obstáculo para Asia dada su elevada sensibilidad al comercio. El anuncio del presidente Trump de aranceles a las importaciones chinas avivará este obstáculo en mayor medida. Una confrontación comercial total resultaría lesiva para todas las partes implicadas. El nivel de incertidumbre es elevado y las sanciones sustanciales que pudiera imponer Estados Unidos, así como las consiguientes represalias de otros países, podrían pesar sobre el rendimiento de la renta variable de la región. Además, consideramos que la tasa de crecimiento de China es un factor crucial que seguirá este año.

En términos globales, consideramos que el efecto de las medidas arancelarias será limitado y que la economía global continuará creciendo, siendo los mercados emergentes los que presentarán mejores perspectivas. La volatilidad del mercado podría depender en gran parte de la estrategia negociadora del presidente Trump. Sus acciones y sus tácticas suelen copar titulares, pues en un primer momento suele mostrarse agresivo en sus posturas, para después adoptar actitudes más razonables.

RENTA FIJA: MONEDAS LOCALES, PREFERIBLES A MONEDAS FUERTES

En el ámbito de la renta fija de mercados emergentes, nos decantamos por los títulos denominados en moneda local frente a los denominados en monedas fuertes.

Pensamos así porque las subidas de tipos de interés que podrían llevarse a cabo en Estados Unidos presionarían a la baja a las monedas fuertes y porque consideramos que las rentabilidades reales, que continúan en niveles altos, contribuirán a proteger las monedas locales de mercados emergentes de una depreciación rápida.

Mercados emergentes: Beneficiarios de las condiciones favorables

Nuestra perspectiva con respecto a los mercados emergentes es relativa. En general, mantenemos el optimismo en relación con la renta variable global.

Las contundentes e impredecibles tácticas negociadoras del presidente Trump suelen desconcertar a los mercados. No obstante, tras adoptar una actitud inicial severa, suele caracterizarse por terminar solventando la situación conforme a términos más razonables. Es probable que esta incertidumbre ocasionada por este estilo errático espolee la volatilidad en los mercados financieros.

Sin embargo, los mercados emergentes podrían beneficiarse de mayor dinamismo y estabilidad gracias a la menor inflación y las tendencias de los tipos de interés. Puede que esto se deba a que se encuentran en una fase más temprana del ciclo económico que los mercados desarrollados.

Existen multitud de riesgos idiosincráticos en los mercados emergentes, si bien la situación económica general parece prometedora.

Puede que los numerosos inversores que albergan recuerdos vivos de su reacción a las retiradas de estímulos estén preguntándose si tiene sentido invertir en mercados emergentes mientras la Reserva Federal endurece su política monetaria. Dadas las razonables valoraciones, las favorables primas de riesgo y la estabilidad de la inflación, consideramos que la respuesta es afirmativa.

Consideraciones sobre riesgos

No existe garantía de que la estrategia vaya a alcanzar su objetivo de inversión. Las carteras están expuestas al riesgo de mercado, que es la posibilidad de que las valoraciones de mercado de los títulos de la cartera bajen y que, por consiguiente, el valor de las acciones de la cartera sea inferior al que se pagó por ellas. En consecuencia, su inversión en esta cartera podrá comportar pérdidas. Tenga en cuenta que esta estrategia podrá estar sujeta a determinados riesgos adicionales. Existe un riesgo de que la **metodología de asignación de activos y los supuestos** del asesor con respecto a las carteras subyacentes puedan ser incorrectos a la luz de las condiciones reales del mercado, por lo que la cartera podría no alcanzar su objetivo de inversión. Los precios de las acciones suelen presentar volatilidad y existe una posibilidad significativa de pérdida. Las inversiones de la cartera en bonos **vinculados a materias primas** implican riesgos sustanciales, incluido el riesgo de perder una parte significativa del valor del capital principal. Además de los riesgos ligados a las materias primas, estas inversiones pueden estar sujetas a otros riesgos específicos, como el riesgo de pérdida de interés y del capital principal, la ausencia de mercado secundario y el riesgo de una mayor volatilidad, los cuales no afectan a los títulos tradicionales de renta variable o de renta fija. Las **fluctuaciones de las divisas** podrían minorar las ganancias de inversión o acentuar las pérdidas de inversión. 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 un entorno de subidas de los tipos de interés, los precios de los bonos pueden caer. 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 participaciones de los **Fondos cotizados** presentan numerosos riesgos similares a los de las inversiones directas en acciones ordinarias o bonos y su valor de mercado fluctuará a medida que varíe el valor del índice subyacente. Al invertir en fondos cotizados y otros **fondos de inversión**, la cartera absorbe tanto sus propios gastos como los de los fondos cotizados y los fondos de inversión en los que invierte. La oferta y la demanda de fondos cotizados y de fondos de inversión pueden no estar correlacionadas con la de los títulos subyacentes. Los **instrumentos derivados** pueden ser ilíquidos, podrían incrementar las pérdidas de forma desproporcionada y tener un impacto potencial ampliamente negativo en la rentabilidad de la cartera. Un **contrato a plazo de divisa** es una herramienta de cobertura que no implica ningún pago inicial. El uso del **apalancamiento** puede incrementar la volatilidad de la cartera. La **diversificación** no le protege frente a las pérdidas incurridas en un mercado concreto, aunque le permite repartir el riesgo entre varias clases de activos.

DEFINICIONES

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 cedente de la licencia correspondiente. Los cedentes de licencia de los índices no patrocinan, respaldan, venden ni promocionan en modo alguno ningún producto basado en índices, por lo que no tendrán responsabilidad alguna a este respecto. El índice **MSCI World** es un índice ponderado de 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 dólares estadounidenses y supone que los dividendos netos se reinvierten. El índice **MSCI Emerging Markets Net (MSCI EM)** es un índice ponderado de capitalización bursátil ajustado por las acciones en libre circulación que tiene por objeto medir la rentabilidad de las bolsas de mercados emergentes. 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. El índice MSCI Emerging Markets Net está conformado actualmente por 23 índices nacionales de mercados emergentes. La evolución del índice se expresa en dólares estadounidenses y supone que los dividendos netos se reinvierten. El **índice de precios de consumo (IPC)** es una medida que examina la media ponderada de los precios de una cesta de bienes y servicios de consumo, como transporte, alimentación y atención sanitaria. El IPC se calcula tomando los cambios de precio para cada artículo incluido en la cesta de bienes predeterminada y promediándolos; los bienes se ponderan según su importancia. Los cambios en el IPC se utilizan para evaluar los cambios de precios asociados con el coste de la vida. La **volatilidad** se mide calculando la desviación típica de las rentabilidades anualizadas durante un periodo determinado. Muestra el intervalo dentro del cual el precio de un título puede aumentar o disminuir. El **Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN)** es un tratado suscrito por Estados Unidos, Canadá y México que entró en vigor el 1 de enero de 1994. La **Unión Europea (UE)** es una unión política y económica formada por 28 Estados miembros ubicados principalmente en Europa. La **rentabilidad real** es la rentabilidad nominal de un bono menos la tasa de inflación. El **Sistema de Estimaciones de Intermediarios Institucionales (IBES)** es una base de datos de referencia en el sector de análisis y previsiones de beneficios de compañías cotizadas, basadas en estimaciones de analistas. La **ratio precio/beneficio (PER)** es el precio de una acción dividido entre sus beneficios por acción durante los últimos 12 meses. Denominado en ocasiones "el múltiplo", la PER da a los inversores una idea de cuánto están pagando por la capacidad de obtención de beneficios de una compañía. Cuanto más alta sea la PER, más estarán pagando los inversores y, por lo tanto, mayor crecimiento de los beneficios esperarán. El **Sistema de Estimaciones de Intermediarios Institucionales (IBES)** es una base de datos de referencia en el sector de análisis y previsiones de beneficios de compañías cotizadas, basadas en estimaciones de analistas.

INFORMACIÓN IMPORTANTE

Los puntos de vista y las opiniones pertenecen al autor en la fecha de publicación, podrán variar en cualquier momento debido a las condiciones de 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, 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 todas las estrategias y productos que ofrece la compañía.

Las previsiones 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, pueden no llegar a producirse y no pretenden predecir la rentabilidad futura de ningún producto concreto de Morgan Stanley Investment Management.

Salvo que se indique lo contrario, los puntos de vista y las opiniones que se recogen en el presente documento corresponden a los de equipo de gestión de la cartera y se basan en el estado de los asuntos tratados en el momento de su elaboración y en ninguna fecha posterior; tales puntos

de vista y opiniones no se actualizarán ni se revisarán de otro modo para recoger información que pase a estar disponible más adelante ni circunstancias o cambios posteriores a la fecha del presente documento.

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.

La información incluida en el presente 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 determinada. La información que figura en el presente documento no se ha elaborado atendiendo a las circunstancias particulares de ningún cliente y no constituye asesoramiento de inversión ni debe interpretarse en forma alguna como asesoramiento fiscal, contable, jurídico o regulatorio. Por consiguiente, antes de tomar una decisión de inversión, se aconseja a los inversores que consulten a un asesor jurídico y financiero independiente que les informe sobre las consecuencias fiscales de dicha inversión.

La rentabilidad pasada no garantiza resultados futuros. Los diagramas y gráficos del presente documento se proporcionan con fines meramente ilustrativos.

La presente comunicación no es un producto del Departamento de Análisis de Morgan Stanley y no debe considerarse recomendación de 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.

Este comentario 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 funcione en todas las condiciones de mercado, por lo que cada inversor debería evaluar su capacidad para invertir a largo plazo, especialmente en periodos de caídas del mercado. Antes de invertir, los inversores deben consultar minuciosamente el documento de oferta correspondiente del producto. Hay importantes diferencias en la forma de ejecutar la estrategia en cada uno de los vehículos de inversión.

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 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). 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 del 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 lo más adecuado 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, deben estudiarse 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, deben estudiarse 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: 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, incluida 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.

INFORMACIÓN IMPORTANTE

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

La propiedad intelectual de cualquier índice mencionado en el presente documento (incluidas las marcas comerciales registradas) recae sobre el cedente de la licencia correspondiente. Los cedentes de licencia de los índices no patrocinan, respaldan, venden ni promocionan en modo alguno ningún producto basado en índices, por lo que no tendrán responsabilidad alguna a este respecto.

La información incluida en la presente comunicación no constituye una recomendación basada en análisis ni "análisis de inversiones" y se considera una "comunicación comercial" de conformidad con las disposiciones reglamentarias europeas o suizas aplicables. Esto significa que la presente comunicación comercial (a) no se ha elaborado de conformidad con los requisitos legales establecidos para promover la independencia del análisis de inversiones y (b) no está sujeta a ninguna prohibición de contratación antes de la difusión del análisis de inversiones.

MSIM no ha autorizado a intermediarios financieros a utilizar o distribuir el presente documento, salvo que dicha utilización y distribución se lleve a cabo de conformidad con las leyes y los reglamentos aplicables. MSIM no será responsable del uso o el uso inapropiado del presente documento por cualesquiera tales intermediarios financieros y declina toda responsabilidad al respecto. Si es usted distribuidor de Morgan Stanley Investment Funds, algunos fondos o todos ellos, o participaciones de fondos concretos, podrían estar disponibles para su distribución. Consulte estos datos en su acuerdo de subdistribución antes de remitir información sobre fondos a sus clientes.

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 previo de MSIM.

Toda la información que figura en el presente documento tiene carácter privado y cuenta con la protección de las leyes de derechos de autor.

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

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.

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