

Estados Unidos contra el resto del mundo: divergencia y corrección

SOLUCIONES Y MULTIACTIVO | GLOBAL BALANCED RISK CONTROL | PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS | OCTUBRE 2018

Desde el final de la primavera, se ha producido una marcada divergencia en la evolución de los mercados de Estados Unidos y el resto del mundo, y los inversores se han decantado en masa por el mercado de renta variable estadounidense. Sin embargo, como observó el general George S. Patton, “si todos piensan de la misma manera, es porque alguien no está pensando”. Los inversores suelen darse cuenta de esto con el tiempo, por lo que el tipo de divergencia registrada desde mayo, cuando se intensificaron las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, puede durar poco.

Si analizamos el índice S&P 500 frente al índice MSCI All Country World ex U.S. (*Gráfico 1*), se observa la magnitud del diferencial entre las rentabilidades hasta un 15% de mayo a septiembre. Un inversor que estuviese saliendo gradualmente de Estados Unidos cuando comenzaron a subir las valoraciones o que se encontrara en una cartera diversificada con una exposición significativa al resto del mundo, habría obtenido una rentabilidad relativa negativa en comparación con un inversor posicionado exclusivamente en Estados Unidos, que habría disfrutado del gran repunte de la renta variable estadounidense y del USD.

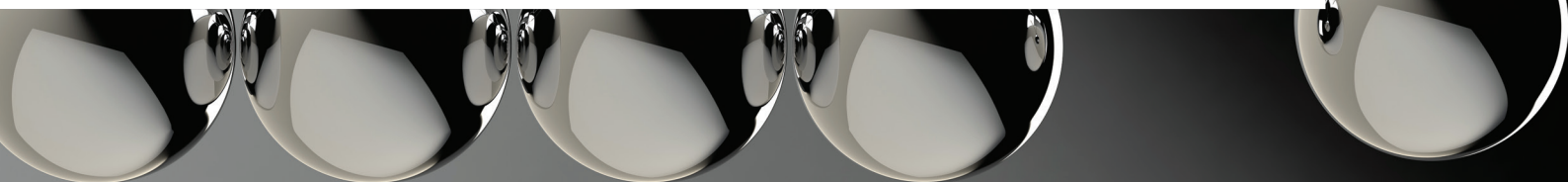
Estados Unidos comenzó a divergir del resto del mundo en mayo aproximadamente, cuando la guerra comercial empezó a cobrar dinamismo. Además, existen otros factores que han hecho que el resto del mundo resulte relativamente menos atractivo desde entonces, como el debilitamiento de los datos económicos, los primeros efectos sobre la confianza de las decisiones del gobierno italiano y la venta masiva de

AUTOR



ANDREW HARMSTONE
Managing Director

Andrew es el gestor responsable de la estrategia Global Balanced Risk Control (GBaR). Se incorporó a Morgan Stanley en 2008 y cuenta con más de 30 años de experiencia en el sector.



divisas de mercados emergentes. Sin embargo, es probable que la principal causa de la intensificación del conflicto comercial provocara la divergencia. Si bien puede que el presidente Trump haya incrementado las tensiones comerciales para movilizar a su base política ante las elecciones legislativas, durante los periodos de incertidumbre el mercado se inclina por el refugio más seguro, que todavía es Estados Unidos. Creemos que esto permitió generar una dinámica autoimpulsada que ha situado las valoraciones relativas en niveles extremos desde los que, a partir de este momento, puedan ser objeto de corrección.

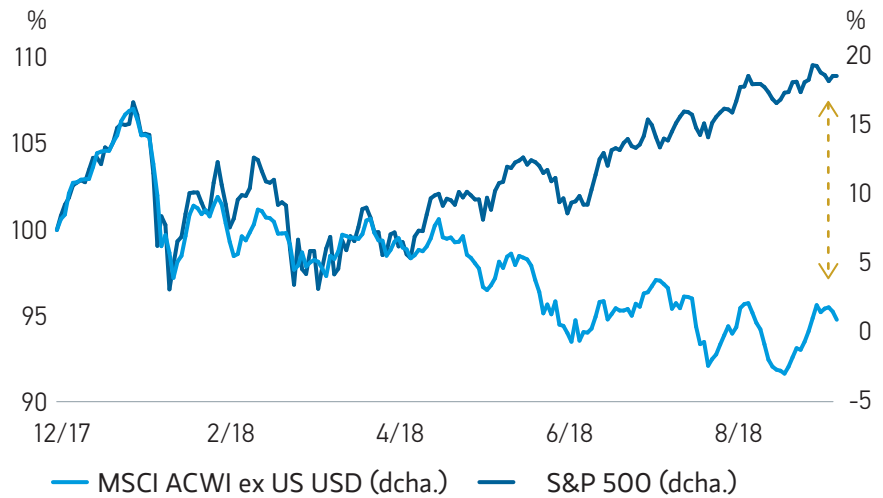
La divergencia extrema es insostenible

¿Cuánto puede durar esta divergencia? Podemos mirar al pasado para conocer otros momentos en que Estados Unidos divergió del resto del mundo. En general, el nivel de correlación se ha mantenido por encima de 0,8, aunque periódicamente se registran descensos en los que desaparece la correlación. No obstante, el alza actual es la más extrema a la que hemos asistido desde 2002 (Gráfico 2). La divergencia, particularmente evidente entre mayo y septiembre de 2018, se vio amplificada por la apreciación del USD.

Si bien los repuntes en la divergencia pueden ser significativos, siempre han sido de corta duración y se han corregido rápidamente. Dicho extremo sugiere que, probablemente, volvamos a una relación más normal entre Estados Unidos y otros mercados desarrollados; la reciente corrección ya ha dado señales en este sentido.

En caso de que efectivamente respondan a motivaciones políticas, es probable que, en particular, las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China que han impulsado esta divergencia, se resuelvan después de las elecciones legislativas estadounidenses, gracias a que avancen las negociaciones o se alcance un acuerdo político. Sin embargo, hasta ahora, ninguna de las partes parece dispuesta a hacer concesiones. Con todo, la persistencia

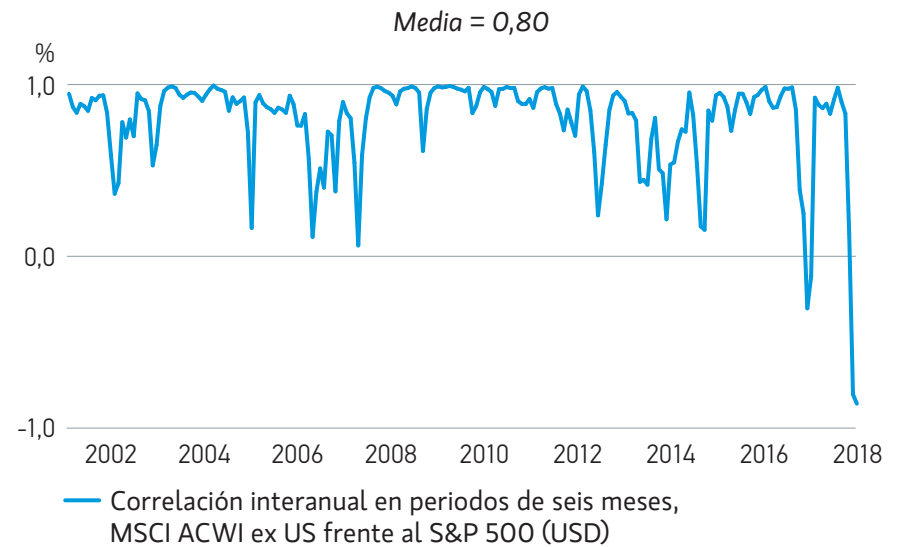
GRÁFICO 1
Brecha insostenible



Fuente: Bloomberg, MSIM. A 28 de septiembre de 2018.

La rentabilidad de los índices se facilita con fines meramente ilustrativos y no pretende describir el rendimiento de una inversión concreta. **La rentabilidad pasada no garantiza resultados futuros.** Consulte el apartado Información importante para conocer las definiciones de los índices.

GRÁFICO 2
La correlación entre Estados Unidos y el resto del mundo ha disminuido considerablemente

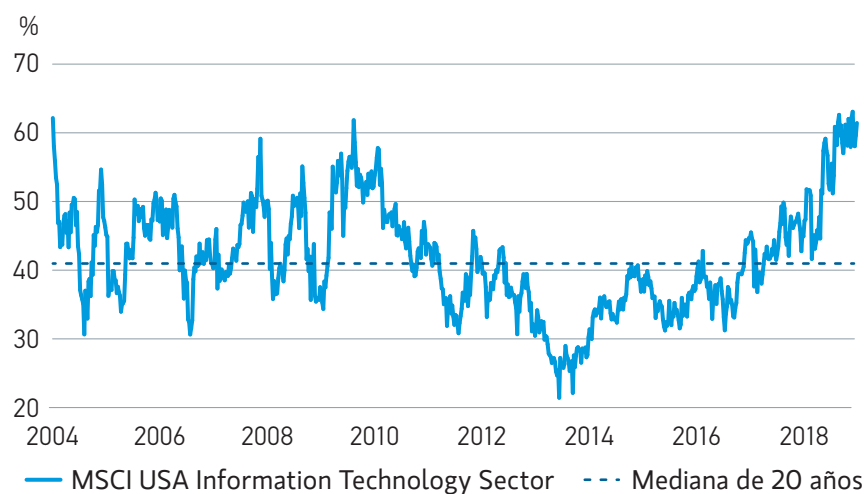


Fuente: Bloomberg, MSIM. A 28 de septiembre de 2018.

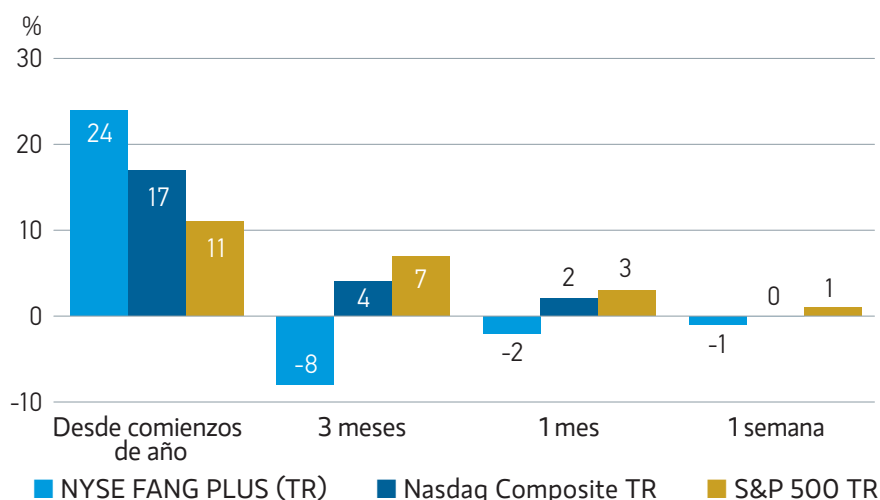
La rentabilidad de los índices se facilita con fines meramente ilustrativos y no pretende describir el rendimiento de una inversión concreta. **La rentabilidad pasada no garantiza resultados futuros.** Consulte el apartado Información importante para conocer las definiciones de los índices.

GRÁFICO 3**Las valoraciones del sector tecnológico alcanzan nuevos máximos**

Valoración relativa - Prima media sobre PER, PVC y P/V



Fuente: Datastream, MSIM. A 2 de octubre de 2018. La valoración relativa se calcula como la prima media del sector tecnológico en relación con el índice MSCI US con respecto a la ratio precio/beneficios (PER), la ratio precio/valor contable (PVC) y la ratio precio/ventas (P/V).

GRÁFICO 4**La situación parece estar cambiando para las acciones tecnológicas**

Fuente: Datastream, MSIM. A 28 de septiembre de 2018.

La rentabilidad de los índices se facilita con fines meramente ilustrativos y no pretende describir el rendimiento de una inversión concreta. **La rentabilidad pasada no garantiza resultados futuros.** Consulte el apartado Información importante para conocer las definiciones de los índices.

de las tensiones comerciales y la incertidumbre asociada pueden afectar negativamente a la economía global subyacente y a la economía estadounidense.

El impacto directo sobre China ya se percibe, pues recientemente el crecimiento del país se desaceleró hasta 6,5%. Menos obvio, pero también significativo, es el posible impacto negativo que la incertidumbre comercial puede tener sobre la inversión en inmovilizado de las compañías americanas, la cual ha sido un factor clave del crecimiento de dicho país. Cualquier desaceleración de este componente puede provocar un menor crecimiento, con implicaciones negativas para los mercados estadounidenses y globales.

Ante las elevadas valoraciones relativas que se registran en Estados Unidos, siempre ha sido posible que se produzca un retroceso en ese país. Nuestro enfoque se centra en la propia discrepancia, que consideramos extrema. Sin embargo, la corrección de la divergencia regional no implica necesariamente que Estados Unidos tropiece y se caiga. Europa y Japón también podrían alcanzar a Estados Unidos o bien podrían encontrarse en algún punto intermedio. La evolución reciente del mercado sugiere que el resultado más probable es un descenso volátil de la renta variable global.

Aranceles: penalización a los consumidores

Es probable que cualquier aumento de los aranceles pese sobre el consumidor estadounidense. De los 200.000 millones de USD de bienes chinos afectados más recientemente por los aranceles estadounidenses, 78.000 millones de USD corresponden a productos de consumo, lo cual podría explicar por qué la administración Trump optó por incrementar los aranceles solo un 10% antes de las elecciones legislativas que se celebran en noviembre y posponer el aumento al 25% a enero de 2019.

Es probable que el coste de virar hacia otros países para obtener estas importaciones sea considerable, por lo que resulta poco probable que los aranceles vayan a reducir significativamente la producción china. En cambio, serán los consumidores estadounidenses quienes probablemente asumirán la mayor parte de la carga: pagando más y, por tanto, comprando menos.

Debilidad en los nuevos activos considerados refugio

Un componente principal de la evolución relativa positiva de Estados Unidos desde principios de año ha sido el avance de las acciones tecnológicas. En cuanto a los valores relativos — incluidos el ratio precio/beneficios (PER), el ratio precio/valor contable (PVC) y el ratio precio/ventas (P/V)—, durante gran parte de este año, las acciones tecnológicas estadounidenses se han negociado con una prima frente a otros sectores (*Gráfico 3*).

Sin embargo, las acciones que lideraron el repunte ya han comenzado a mostrar cierta debilidad. En lo que llevamos de año hasta finales de septiembre, el índice NYSE FANG Plus subió un 14%, superando al NASDAQ en un 17% y al S&P en un 11% (*Gráfico 4*). Desde entonces, durante los periodos posteriores, el orden se ha invertido y parece que está produciéndose una reversión técnica.

Repercusiones para la inversión

Nuestra expectativa de que la divergencia entre Estados Unidos y el resto del mundo se corregirá nos hace desconfiar de la sobreexposición a Estados Unidos. Los mercados, excluido Estados Unidos, ofrecen posibilidades que sortean el riesgo de una nueva

corrección en dicho país o aprovechan las posibles ventajas de una corrección que se manifieste mediante un alza de los mercados del resto del mundo más que por el retroceso del estadounidense.

La idea clave en este caso es la discrepancia relativa en cuanto a las valoraciones, que, en nuestra opinión, seguirá corrigiéndose. Sin embargo, es extraño que una discrepancia significativa de las valoraciones se corrija sin un grado notable de volatilidad, por lo que resultaría prudente adoptar una exposición moderada a renta variable, al tiempo que dejamos margen para aprovechar las oportunidades que aparezcan. Mantenemos un volumen moderado de riesgo con una ponderación relativamente baja en Estados Unidos y una sobreponderación en otros mercados desarrollados.

Mercados emergentes: análisis de los ratios de cobertura de divisas

Es probable que la volatilidad persista en los mercados emergentes mientras continúen las tensiones comerciales, si bien los inversores que se sienten cómodos con los riesgos podrían desear posicionarse en aquellos mercados que han sido objeto de sobreventa. Países como Brasil y México, por ejemplo, presentan ratios de cobertura de divisas tranquilizadoras:¹ sus reservas son superiores a su deuda externa.

Por el contrario, Argentina y Turquía carecen de reservas suficientes. Puesto que gran parte de la debilidad en los mercados emergentes ha respondido a la fortaleza del USD, la debilidad de México y Brasil parece exagerada dada su capacidad para cubrir sus obligaciones de deuda externa. Por tanto, la volatilidad de los mercados emergentes está creando oportunidades en algunos países.

China y Asia (exc. Japón): vulnerabilidad

Las tensiones comerciales afectan directamente a China en un momento en que la economía del país es vulnerable, pues el gobierno está tratando de pasar de una economía basada en la inversión a una impulsada por el consumo. Aunque este cambio resulta positivo a largo plazo, ocasiona un gran desajuste que debilita la economía mientras se produce el cambio y la quiebra de las compañías ineficientes.

Los aranceles también afectan al resto de Asia, ya que aproximadamente la mitad de los bienes que China vende a Estados Unidos incluyen piezas importadas, que en general se compran a países asiáticos vecinos. En la medida en que los aranceles debilitan a China, también debilitan a los países que exportan dichos componentes a China.

Conclusión

Dado que los repuntes de divergencia son generalmente de corta duración, esperamos que Estados Unidos y el resto de los mercados desarrollados regresen a una relación más normal relativamente pronto. Cualquiera que sea la forma que tome la corrección —que Estados Unidos avance menos o retroceda—, existen pruebas fehacientes de que Estados Unidos probablemente caiga frente a estas otras regiones.

Las correcciones de las divergencias más significativas rara vez ocurren sin sobresaltos, por lo que podría producirse cierto perjuicio a los fundamentales de la economía global a causa de las tensiones comerciales. Un inversor prudente deseará mantener una exposición baja al riesgo y estar preparado para un periodo más largo de debilidad en los mercados hasta que la divergencia se corrija completamente.

¹ Morgan Stanley Research. Ratio de cobertura externa = reservas de divisas frente a necesidades de financiación externa de 12 meses; necesidades de financiación de 12 meses = cuenta corriente + deuda externa a corto plazo + amortizaciones de los próximos 12 meses de deuda externa a largo plazo.

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 los valores 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 usted pagó por ellas. En consecuencia, su inversión en esta cartera podrá comportar pérdidas. Tenga en cuenta que esta estrategia puede estar sujeta a determinados riesgos adicionales. Existe el riesgo de que la **metodología de asignación de activos y los supuestos** del asesor con respecto a las carteras subyacentes sean incorrectos a la luz de las condiciones reales del mercado, por lo que la cartera podría no alcanzar su objetivo de inversión. Las cotizaciones suelen presentar volatilidad y existe una posibilidad significativa de pérdida. Las inversiones de la cartera en pagarés **vinculados a materias primas** implican riesgos sustanciales, incluido el riesgo de perder una parte significativa del valor de su capital principal. Además de los riesgos relacionados con las materias primas, estas inversiones pueden estar sujetas a otros riesgos específicos, como el riesgo de pérdida de intereses y del capital principal, la ausencia de un mercado secundario y el riesgo de mayor volatilidad, los cuales no afectan a los títulos tradicionales de renta variable y de renta fija. Las **fluctuaciones de las divisas** podrían anular las plusvalías o acentuar las minusvalías. 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 específicas de una compañía. Las inversiones en **mercados extranjeros** comportan riesgos específicos como, por ejemplo, de divisas, 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** entrañan muchos de los mismos riesgos que 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 las de los títulos subyacentes. Los **instrumentos derivados** pueden ser ilíquidos, podrían incrementar las pérdidas de forma desproporcionada e imprimir un efecto negativo potencialmente amplio en la rentabilidad de la cartera. Un **contrato de divisas a plazo** es una herramienta de cobertura que no implica ningún pago inicial. El uso de **apalancamiento** puede incrementar la volatilidad de la cartera. La **diversificación** no le protege frente a pérdidas en un mercado concreto, aunque le permite repartir el riesgo entre varias clases de activos.

DEFINICIONES

La **inversión en inmovilizado** se refiere a aquellos fondos que una compañía destina a adquirir, renovar y mantener activos físicos, tales como inmuebles, edificios industriales o equipos. La **correlación** es una medida estadística de cómo dos valores evolucionan el uno con respecto al otro. El **índice Nasdaq Composite** es un índice bursátil de acciones ordinarias y valores similares que cotizan en el mercado de valores NASDAQ. Se utiliza como un indicador del rendimiento de las acciones de las compañías tecnológicas y de crecimiento. Dado que compañías estadounidenses y no estadounidenses cotizan en el mercado de valores NASDAQ, el índice no es exclusivamente un índice estadounidense. La **ratio precio/valor contable (PVC)** es una relación de valoración que se calcula como el precio por acción dividido entre el valor contable por acción. La **ratio precio/beneficio (PER)** es el precio de una acción dividido entre sus beneficios por acción. Denominado en ocasiones "el múltiplo", la PER da a los inversores una idea de cuánto están pagando por la capacidad de una compañía de obtener beneficios. Cuanto más alta sea la PER, más estarán pagando los inversores y, por lo tanto, mayor será el crecimiento de los beneficios que esperan. La **ratio precio/ventas (P/V)** es la relación entre el precio de las acciones de una compañía y sus ingresos por ventas durante un periodo determinado. El **Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN)** es un tratado suscrito por Estados Unidos, Canadá y México diseñado para eliminar las barreras arancelarias entre los tres países. La **volatilidad** se mide calculando la desviación típica de las rentabilidades anualizadas durante un periodo determinado. Muestra la banda dentro de la cual el precio de un título puede aumentar o disminuir.

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) corresponde a su licenciatario. Los licenciatarios no patrocinan, respaldan, comercializan ni promocionan en modo alguno ningún producto basado en índices, por lo que no tendrán responsabilidad alguna a este respecto. Los **índices Citi Economic Surprise** miden las sorpresas de los datos en relación con las expectativas del mercado. Un dato positivo significa que los datos publicados han sido mejores de lo esperado y un dato negativo significa que los datos publicados han sido peores de lo esperado. El **índice MSCI All Country World (ACWI)** es un índice ponderado por capitalización bursátil ajustado por las acciones en libre circulación que tiene por objeto medir la evolución de las bolsas de mercados desarrollados y 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. La evolución del índice se expresa en USD y supone que los dividendos netos se reinvierten. El **índice MSCI USA** es un índice ponderado por capitalización bursátil que tiene por objeto medir la evolución de los títulos de renta variable incluidos en el 85% superior por capitalización bursátil cotizados en bolsas de Estados Unidos. El **índice MSCI ACWI ex USA** representa a emisores de capitalización grande o mediana de 22 de 23 países de mercados desarrollados (excepto Estados Unidos: Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Hong Kong, Irlanda, Israel, Italia, Japón, Noruega, Nueva Zelanda, Países Bajos, Portugal, Reino Unido, Singapur, Suecia y Suiza) y 24 países de mercados emergentes (Brasil, Catar, Chile, China, Colombia, Corea, Egipto, Emiratos Árabes Unidos, Filipinas, Grecia, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Pakistán, Perú, Polonia, República Checa, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Taiwán y Turquía). Con 2.166 componentes, el índice cubre aproximadamente el 85% del conjunto de oportunidades que ofrece la renta variable global fuera de Estados Unidos. El **índice MSCI USA Information Technology** está diseñado para representar los segmentos de capitalización grande o mediana del universo de renta variable de Estados Unidos. Todos los valores incluidos en el índice se clasifican en el sector de tecnología de la información según el sistema Global Industry Classification Standard (GICS®). El **índice NYSE FANG+™** es un índice con ponderación idéntica en USD diseñado para representar un segmento de los sectores de tecnología y consumo discrecional que consiste en acciones de crecimiento con intensa actividad de negociación de compañías tecnológicas y dependientes de la tecnología, como Facebook®, Apple®, Amazon®, Netflix® y Alphabet® (Google). El **índice S&P 500®** mide la rentabilidad del segmento de gran capitalización del mercado de renta variable estadounidense y cubre aproximadamente el 75% de dicho mercado. El índice incluye 500 compañías punteras de sectores líderes de la economía estadounidense.

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

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, las circunstancias existentes o 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 la compañía en su conjunto y podrían no plasmarse en todos los productos y las estrategias que ofrece la compañía.

Las previsiones y/o las estimaciones que se facilitan en el presente documento pueden variar y no llegar a materializarse. La información relativa a 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.

Salvo que se indique lo contrario, los puntos de vista y las opiniones que se recogen en el presente documento 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 publicación.

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 oferta o 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, los inversores deben consultar a un asesor jurídico y financiero independiente para que les informe sobre las consecuencias fiscales de dicha inversión, entre otros aspectos.

La rentabilidad pasada no garantiza resultados futuros. Los diagramas y los 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 una recomendación basada en análisis. La información recogida en el presente documento no se ha elaborado de conformidad con los requisitos legales establecidos para promover la independencia de los 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 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.

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 del producto. Hay diferencias importantes 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 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). **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, 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. interviene 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 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 del presente 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, el presente documento no podrá emitirse, facilitarse, distribuirse, dirigirse ni ofrecerse al público en Hong Kong. **Singapur:** El presente documento no debe considerarse una invitación de suscripción o adquisición, directa o indirectamente, dirigida al público o a cualquier persona concreta de este en Singapur, salvo a (i) inversores institucionales conforme al artículo 304 del capítulo 289 de la Ley de valores y futuros (*Securities and Futures Act, "SFA"*) de Singapur, (ii) "personas relevantes" (incluidos inversores acreditados) de conformidad con el artículo 305 de la SFA, y de acuerdo con las condiciones especificadas en el artículo 305 de la SFA, o (iii) de otro modo de conformidad y de acuerdo con las condiciones de cualquier otra disposición aplicable de la SFA. **Australia:** Esta publicación la distribuye en Australia Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited, ACN: 122040037, AFSL n.º 314182, que acepta la responsabilidad de su contenido. Esta publicación y cualquier acceso a ella están dirigidos exclusivamente a "clientes mayoristas", según el significado que se le atribuye a este término en la Ley de sociedades (*Corporations Act*) de Australia.

Japón: 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. ("MSIM") con respecto a contratos de gestión discrecional de inversiones y contratos de asesoramiento de inversiones. Este documento

no se concibe como una recomendación o invitación para llevar a cabo operaciones ni ofrece ningún instrumento financiero concreto. En virtud de un contrato de gestión de inversiones, con respecto a la gestión de activos de un cliente, el cliente ordena políticas de gestión básicas por adelantado y encarga a MSIM que tome todas las decisiones de inversión con base en el análisis del valor de los títulos, entre otros factores, y MSIM acepta dicho encargo. El cliente deberá delegar en MSIM las facultades necesarias para realizar inversiones. MSIM ejerce las facultades delegadas con base en las decisiones de inversión de MSIM 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 inversión por contratos de asesoramiento de inversiones o contratos de gestión de inversiones, en proporción al plazo del contrato y en función de la cantidad de activos objeto del contrato, multiplicada por cierto tipo (como máximo, del 2,16% anual, impuestos incluidos). 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, MSIM no puede indicar los tipos, los límites máximos, etc. por adelantado. Todos los clientes deben leer minuciosamente los documentos que se facilitan antes de la suscripción de un contrato antes de formalizarlo. Este documento lo distribuye en Japón MSIM, sociedad inscrita con el número 410 [Dirección de la oficina financiera local de Kanto (sociedades de instrumentos financieros)], afiliación: The Investment Trusts Association, Japan, Japan Investment Advisers Association y Type II Financial Instruments Firms Association.

INFORMACIÓN IMPORTANTE

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

La propiedad intelectual de cualquier índice mencionado en el presente documento (incluidas las marcas comerciales registradas) corresponde a su licenciatario. Los licenciatarios no patrocinan, respaldan, comercializan 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 recomendación basada en análisis ni "análisis de inversiones" y se considera "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 de los 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 dichas utilización y distribución se lleven 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 por escrito de MSIM.

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