

Morgan Stanley

INVESTMENT MANAGEMENT



2019 Market Outlook:
Multi-Asset

¿Convergencia de la disfunción?

Las políticas bien intencionadas pueden haber sido contraproducentes y resultado perjudiciales para las perspectivas de crecimiento global



ANDREW HARMSTONE
Managing Director

Las políticas de los gobiernos en el conjunto de los mercados han comenzado recientemente a crear riesgos para la economía global. Si bien muchas de ellas estuvieron motivadas inicialmente por fundamentos sólidos, algunas de estas políticas nacionales han resultado ser contraproducentes, al coincidir con un enfoque disfuncional de Estados Unidos hacia el comercio. Ante el incremento de la tensión comercial en todo el mundo a causa de los aranceles impuestos por Estados Unidos, diversos problemas inducidos por las políticas adoptadas se están reforzando mutuamente para debilitar una economía global que, de lo contrario, debería crecer a un ritmo fuerte.

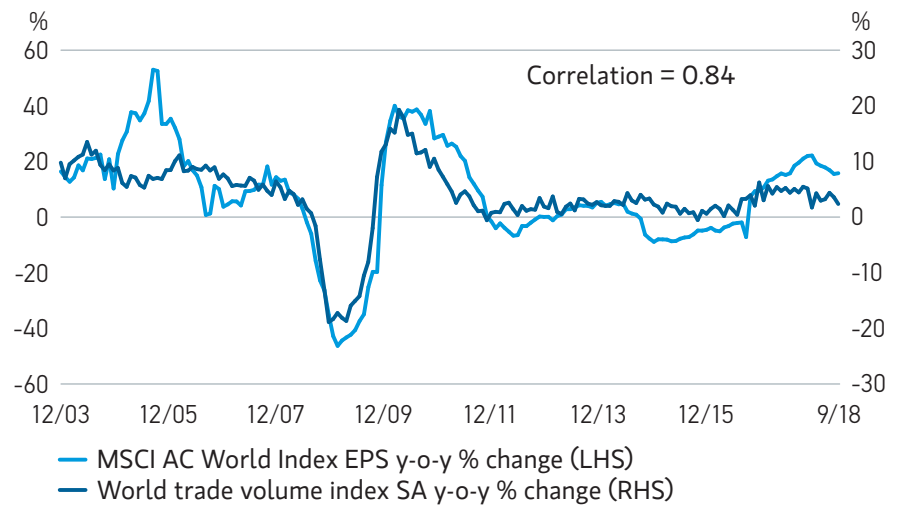
Aranceles de Estados Unidos: la política disfuncional que activó todo lo demás

Si bien las políticas nacionales en varios mercados han generado obstáculos adicionales, el crecimiento económico global podría haber sido lo suficientemente fuerte como para afrontar las diversas fuentes de debilidad inducidas por las políticas nacionales, si no hubiera sido por las recientes tensiones comerciales. El enfoque estadounidense hacia la política comercial ha debilitado la confianza, perjudicado el CAPEX y reducido las perspectivas de crecimiento en todo el mundo, empeorando la situación en varias economías clave.

Las compañías que necesitaban reemplazar los bienes de equipo obsoletos se han vuelto reacias a embarcarse en grandes inversiones en inmovilizado porque sus cadenas de suministro globales están registrando inestabilidad. La incertidumbre está haciendo que echen el freno, lo que tiene efectos negativos sobre el conjunto de la economía global.

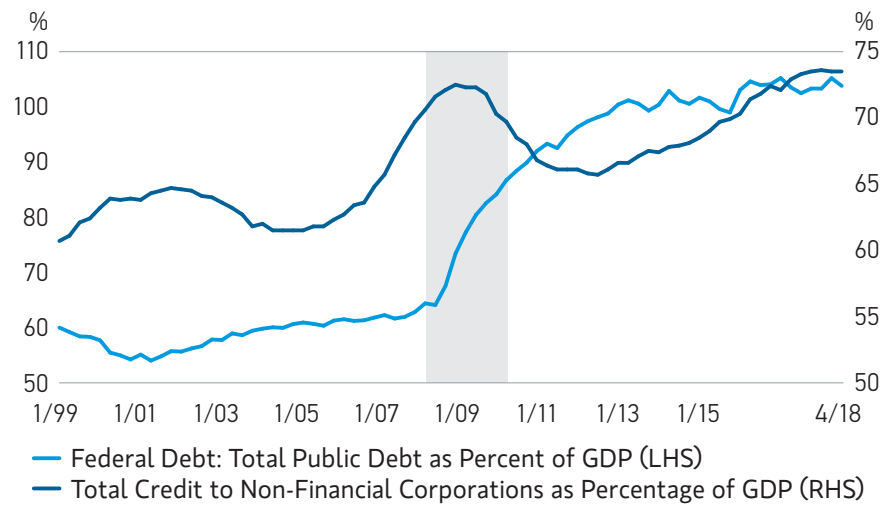
Como muestra el *Gráfico 1*, existe una fuerte correlación entre el comercio mundial y el crecimiento de los beneficios por acción en el índice MSCI All Country World. Los períodos negativos en el comercio mundial afectan a los beneficios corporativos y ralentizan el crecimiento y, en este mecanismo, la reducción de la inversión en inmovilizado en Estados Unidos desempeña un papel importante.

GRÁFICO 1
Un fuerte vínculo entre el comercio mundial y el crecimiento de los beneficios por acción



Fuente: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, Bloomberg, a 27 de noviembre de 2018. La correlación se facilita con fines meramente ilustrativos y no pretende describir la correlación 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
Los niveles de deuda de las compañías no financieras son más elevados que en 2008



Fuente: Datos económicos de la Reserva Federal, a 27 de noviembre de 2018.

Pero los aranceles no son la única política disfuncional de Estados Unidos. La combinación de tipos de interés muy bajos y un sistema bancario que ha restringido el préstamo ha creado una burbuja en el ámbito de la deuda corporativa estadounidense. Se suponía que mantener los tipos de interés bajos incentivaría las inversiones en inmovilizado, pero, considerando que los tipos han estado demasiado bajos

durante demasiado tiempo, tenía sentido pedir prestado en exceso. Las compañías utilizaron el abaratamiento de los préstamos de manera menos productiva: para recomprar acciones o buscar operaciones de fusión y adquisición.

Al mismo tiempo, los exigentes requisitos de capital en el sistema bancario estadounidense, implementados después de la crisis

de 2008, dificultaron que los bancos llevaran a cabo actividades de préstamo. Esto redujo la deuda en la parte de la economía sin acceso a otras fuentes de préstamo, como los hogares, mientras que las empresas simplemente recurrieron a los mercados de capitales. En Estados Unidos, el crédito total a compañías no financieras como porcentaje del PIB es más alto ahora que en el apogeo de la crisis financiera (Gráfico 2).

Dado que los tipos de interés siguen siendo bajos y posiblemente aumenten, es probable que se incrementen los costes del servicio de la deuda. La ratio de cobertura ha sido bastante estable para todas las compañías, excepto para el 25% más pequeño. Sin embargo, entre las compañías de menor capitalización, que suelen emplear a la mayoría de trabajadores, el riesgo de pago de intereses es mucho mayor.¹

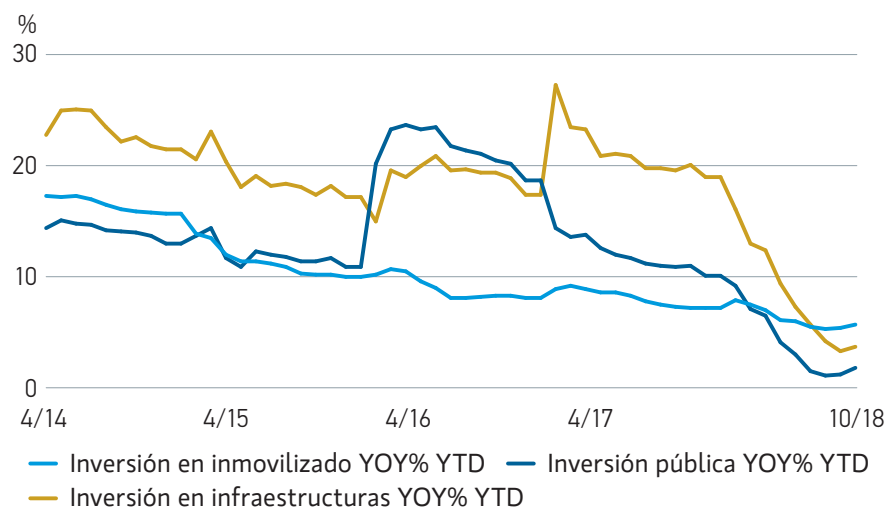
China: Reequilibrio y tropiezo

Desde hace tiempo, la economía de China depende con fuerza del endeudamiento. Reducirlo es una política sensata y una preocupación primordial para el gobierno, pero su intento reciente de disminuir el apalancamiento es la causa de la debilidad que actualmente vemos en China. El crecimiento total de la financiación se desaceleró del 13,4% a finales de diciembre de 2017 al 10,2% en octubre de 2018, mientras que el crecimiento de M2² ha marcado un mínimo histórico del 8%. Sin embargo, la confianza de los consumidores se ha reducido y la deuda de los hogares ha crecido a más del 10% del PIB en los últimos dos años, a medida que la carga de la deuda se ha desplazado hacia los consumidores.³

El Gráfico 3 muestra cómo la inversión china en inmovilizado ha disminuido recientemente a causa del fuerte descenso en la inversión estatal y en infraestructura. También muestra cómo China abordó una desaceleración similar en 2015 —provocada en parte por alentar a los inversores a comprar acciones para ayudar a las sociedades estatales a refinanciarse con el objetivo de avanzar hacia una economía más

GRÁFICO 3

La economía china, enganchada al estímulo de la inversión



Fuente: Oficina Nacional de Estadísticas de China, Bloomberg, a 27 de noviembre de 2018. **La rentabilidad pasada no garantiza resultados futuros.** Consulte el apartado Información importante para conocer las definiciones de los índices.

impulsada por el consumo interno— mediante un fuerte aumento en la inversión pública, además de una gran dosis de gasto en infraestructuras. Sin embargo, esta política de crecimiento impulsado por la inversión es exactamente de lo que el gobierno chino ha tratado de alejarse.

Estas inversiones dinámicas generalmente se financian a través de deuda emitida por el gobierno chino o préstamos bancarios a compañías que invierten previa solicitud del gobierno. De cualquier modo, las inversiones dependen de la deuda. Al ralentizar la inversión, el gobierno puede reducir la deuda; por desgracia, esto también frena el crecimiento económico, amplía los diferenciales de la deuda y dificulta la refinanciación de las entidades privadas.

A largo plazo, China necesita reducir su deuda y, en un contexto de fuerte crecimiento económico global, su reequilibrio habría sido menos doloroso. Por desgracia, su actitud agresiva para reducir el apalancamiento creó una debilidad significativa, al tiempo que las tensiones comerciales afectaban negativamente a la confianza y ralentizaban las perspectivas de crecimiento en todo el mundo, empeorando la situación de China.

Europa: Un menú de errores

No es difícil encontrar políticas disfuncionales en Europa, ya que las cuatro economías más grandes del continente están sujetas a obstáculos regulatorios o políticos que se ven amplificados por los problemas del comercio mundial:

- **REINO UNIDO:** La votación del brexit ha creado una enorme incertidumbre sobre el futuro de Gran Bretaña y sus vínculos con sus socios comerciales; la inversión empresarial se ha contraído un 1,2% en el tercer trimestre.⁴ Las compañías globales que necesitan vínculos comerciales con el resto de Europa, como los bancos, están considerando de nuevo si desean permanecer en Gran Bretaña.
- **ITALIA:** Un gobierno populista pretende restablecer muchas de las políticas fiscalmente insostenibles que los gobiernos anteriores lograron reducir con gran dificultad. Esto ha impulsado los diferenciales en los bonos europeos e italianos, lo que aumenta los costes de financiación, genera incertidumbre y debilita la economía.
- **FRANCIA:** El malestar social por el coste de la vida ha provocado los

¹ TS Lombard. "Macro Picture: Corporate Crunch. 15 de noviembre de 2018

² Una medida de la liquidez.

³ Banco Popular de China, Bloomberg.

⁴ ONS (Oficina de Estadísticas Nacionales).

peores disturbios registrados en el país desde 1968, lo que pone en duda la capacidad a largo plazo del presidente Macron para implantar reformas a favor del crecimiento.

- **ALEMANIA:** La situación política también está frenando a Alemania precisamente cuando necesita estabilidad para lidiar con las dificultades relacionadas con el comercio. Se enfrenta al crecimiento de la derecha populista, la polarización del electorado a la izquierda y la derecha y la renuncia de la canciller Merkel en 2021. La dirigente alemana ha ejercido de fuerza estabilizadora no solo en Alemania, sino en Europa en general, durante mucho tiempo.

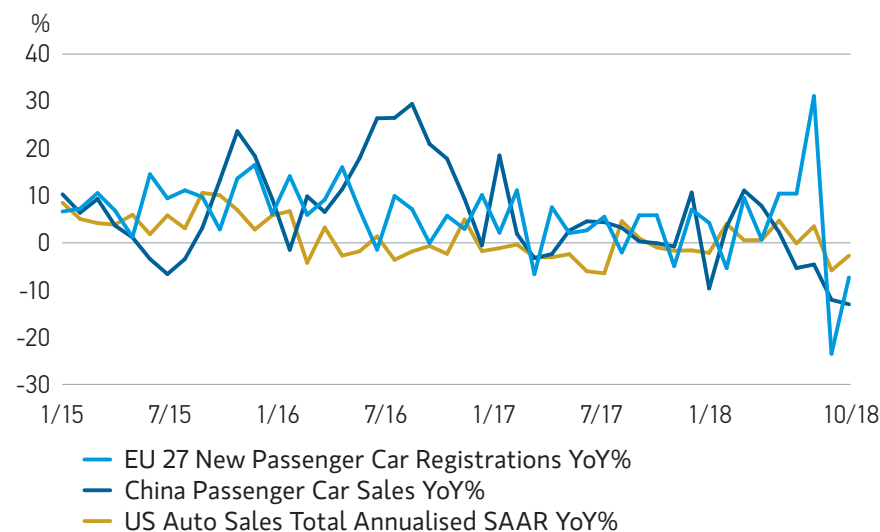
Gran parte de la desaceleración en Alemania respondió al retroceso de las ventas de automóviles, ya que el sector automovilístico europeo se vio afectado tanto por la ralentización de China como por las nuevas normas aplicadas a los test de emisiones para vehículos en Europa. Las ventas de automóviles en China disminuyeron un 12% y los términos de intercambio (terms of trade) de Alemania retrocedieron un 6,2% interanual, la mayor caída desde principios de la década de 2000. Mientras tanto, las matriculaciones nacionales de automóviles en Europa cayeron un 7,3% en octubre, tras un descenso del 23,5% en septiembre.

Japón: Dificultad para dar marcha atrás

Las políticas disfuncionales de Japón también estuvieron justificadas inicialmente. Su programa de expansión cuantitativa tenía como objetivo reactivar la economía, pero su tamaño y los tipos fijos han dificultado dar marcha atrás sin causar una volatilidad significativa. El aumento de impuestos previsto para octubre de 2019 también podría tener consecuencias negativas si se repite lo sucedido cuando Japón aplicó una subida de impuestos en 2014: se anunció con mucha antelación y causó una incertidumbre innecesaria. Los responsables políticos parecieron haber aprendido de los errores del pasado y esta vez el gobierno tiene planes para mitigar el impacto en los consumidores, como exenciones sobre alimentos básicos y presión sobre los proveedores para

GRÁFICO 4

Las ventas de automóviles en Europa, China y Estados Unidos han bajado



Fuente: ACEA, China Auto motive Information Net, WARD's Automotive Group, Bloomberg, a 27 de noviembre de 2018. **La rentabilidad pasada no garantiza resultados futuros.** Consulte el apartado Información importante para conocer las definiciones de los índices.

que reduzcan los cargos por servicios inalámbricos. Además, las expectativas de beneficios futuros están mejorando notablemente, lo que dota de mayor atractivo a la renta variable japonesa, al menos mientras el Banco Central de Japón continúe con su programa de expansión cuantitativa.

Mercados emergentes: las víctimas

Los mercados emergentes han sido generalmente las víctimas de las políticas implementadas en el mundo desarrollado, aunque existen algunas excepciones. Tras la cancelación de un importante proyecto de construcción de un aeropuerto, a los inversores les preocupa que el nuevo gobierno de México pueda mostrarse relativamente poco favorable hacia la actividad empresarial, aunque es demasiado pronto para juzgar cómo evolucionarán sus políticas. Venezuela y Argentina tienen constantes dificultades que se originan en sus propias políticas. Sin embargo, la mayor parte de las políticas disfuncionales se centran en los mercados desarrollados junto con China.

Tendencias en 2019: ¿una salida?

La piedra angular de la debilidad inducida por las políticas de las autoridades en 2019 ha sido la postura de Estados Unidos ante el comercio. Después de la reciente reunión del G-20

en Argentina, los presidentes Trump y Xi acordaron posponer cualquier aumento de los aranceles durante un período de negociación de 90 días. A pesar de las noticias positivas, creemos que se trata más de un gesto de cara a la galería que un cambio en el fondo de la cuestión y las tensiones siguen siendo elevadas.

Hasta cierto punto, China se muestra dispuesta a dar la impresión de que los aranceles están afectando a su economía con más fuerza de lo que realmente sucede en realidad. Al culpar a los aranceles de la ralentización causada por su agresivo desapalancamiento, puede desviar la preocupación pública sobre la debilidad generada por sus propias políticas hacia la sustancial presión arancelaria promovida por el presidente estadounidense

En orden de probabilidad política, vemos tres potenciales catalizadores alcistas que podrían volver a estimular la economía global:

1. UNA RESERVA FEDERAL MÁS MODERADA Y/O UN ESTÍMULO FISCAL SIGNIFICATIVO

Un importante paquete de inversión en infraestructuras en Estados Unidos es una de las escasas iniciativas que apoyan tanto demócratas como republicanos. Podría crear un contexto global más

favorable para el reequilibrio de China y tener importantes ramificaciones positivas para Estados Unidos.

2. UN PROGRAMA ESPECÍFICO DE ESTÍMULOS EN CHINA

China aún no ha emprendido un programa de estímulos porque sería contrario al objetivo del gobierno de reducir la deuda, pero podría estar considerando una iniciativa específica, suficiente para compensar la debilidad del desapalancamiento, pero no tan fuerte como para provocar otro aumento contraproducente en los niveles de deuda. Creemos que el tamaño y la probabilidad de que esto ocurra dependen en cierta medida de la evolución del conflicto arancelario. En cualquier caso, esperamos una estrategia de desapalancamiento menos agresiva ahora que el crecimiento se está desacelerando.

3. RELAJACIÓN DE LAS TENSIONES COMERCIALES

El desarrollo sincero y positivo de la negociación sobre los aranceles entre Estados Unidos y China permitiría a las compañías reiniciar sus programas de inversión y eliminaría el principal factor de estrés en la economía global.

En ausencia de un estímulo positivo de este tipo, es probable que 2019 registre debilidad continua a causa de las políticas de los gobiernos hasta que los precios lleguen a un punto en que las valoraciones se vuelvan lo suficientemente atractivas como para estimular la demanda. En la mayoría de las regiones, vemos valoraciones cercanas a su valor razonable, pero en Estados Unidos todavía tendrían que descender un 4% o 5% más antes de alcanzar niveles neutrales. Con la divergencia entre el PER previsto de Estados Unidos y Europa en el percentil 97, por primera vez desde la crisis financiera es posible que veamos un mayor riesgo a la baja prospectivo en Estados Unidos que en Europa y el resto del mundo.

De cara al futuro: renta variable

Si bien en 2018 los activos de Estados Unidos fueron la inversión más atractiva (visto a posteriori), esperamos encontrar oportunidades de inversión más allá de

dicho país en 2019. Las valoraciones y la confianza son más atractivas en las clases de activos fuera de Estados Unidos, prevemos que el USD pase de impulsor a obstáculo para los inversores y, por último, y lo más importante, probablemente Estados Unidos perderá en 2019 su ventaja en materia de beneficios y crecimiento. En otras palabras, es posible que asistamos a un crecimiento más sincronizado del PIB y de los beneficios en 2019 que en 2018.

Sin embargo, a pesar de las atractivas valoraciones relativas y el sentimiento negativo de los inversores hacia las acciones europeas, no estamos preparados para volver a adoptar una posición sobreponderada. Nuestra principal preocupación deriva de lo que consideramos como expectativas de beneficios aún demasiado alcistas en la zona euro. Las expectativas de beneficios a 12 meses se ubican actualmente en el 9,5%, pero se espera que las ventas crezcan solo al 3,7% y que la inflación subyacente probablemente se acelere impulsada por el aumento de los salarios.⁵ Una posible sorpresa alcista podría ser la resolución de las preocupaciones políticas, pero este no es nuestro supuesto de referencia. Un segundo factor positivo potencial sería una reanudación del crecimiento en las ventas de automóviles de Europa a China, lo que podría ocurrir si el gobierno chino suaviza sus esfuerzos de desapalancamiento.

En consecuencia, mantenemos una asignación equiponderada a acciones de Estados Unidos y de la zona euro, con infraponderación en acciones tecnológicas estadounidenses. Es probable que 2019 sea otro año difícil para los mercados de renta variable y creemos que el posicionamiento debería encuadrarse en el contexto de las oportunidades sectoriales y los sesgos de estilo más que en relación con países concretos. También esperamos encontrar oportunidades potenciales en las bolsas emergentes sobrevaloradas. Al mismo tiempo, con las valoraciones más razonables y los posibles catalizadores positivos citados anteriormente, tiene sentido aumentar con cautela la exposición a renta variable, ya que es poco probable que la volatilidad sea tan alta a partir de ahora como lo ha sido en el pasado reciente.

De cara al futuro: renta fija

El fuerte crecimiento de Estados Unidos en 2018 provocó un importante ajuste en los precios de los bonos del Tesoro estadounidense. La rentabilidad del bono del Tesoro estadounidense a 10 años ha aumentado aproximadamente 50 puntos básicos en el año, pero, como es probable que el crecimiento de Estados Unidos se revierta hacia una tendencia media en torno al 2% anual, creemos que los riesgos alcistas y bajistas están equilibrados.⁶ Sin embargo, dado su reciente ajuste a la baja, mantenemos nuestra posición infraponderada en bonos del Tesoro.

En Europa, hemos visto sorpresas bajistas que afectan al crecimiento económico debido a la confluencia de factores negativos. Si bien es probable que algunos de estos factores, como la negociación del presupuesto italiano y el brexit, se prolonguen durante más tiempo, el impacto de otros factores, como los cambios en la regulación de las emisiones y una fuerte reducción en las ventas de automóviles, debería disminuir. La recuperación de la actividad económica europea es negativa para la deuda pública denominada en EUR. Mientras tanto, es probable que el BCE ponga fin al programa de expansión cuantitativa y cese la expansión del balance. Las rentabilidades extremadamente bajas de títulos como los bonos alemanes ofrecen una propuesta de rentabilidad/riesgo poco atractiva dado el riesgo al alza para las rentabilidades. Mantenemos una visión infraponderada en bonos alemanes.

Al igual que la deuda pública en EUR, somos pesimistas sobre la deuda pública japonesa. La deuda pública japonesa presenta un potencial alcista limitado: la rentabilidad a 10 años es inferior a 10 puntos básicos. La relajación potencial del control de la curva de rentabilidades por parte del Banco de Japón podría causar movimientos marcadamente adversos en las rentabilidades y, por tanto, pérdidas de capital.

En el ámbito de la renta fija privada de mercados desarrollados, nos centramos en la calidad, dado que esperamos que la reciente ampliación de los diferenciales continúe en 2019. Es probable que el deterioro del perfil de beneficios,

⁵ IBES.

⁶ Bloomberg.

tanto en Estados Unidos como en Europa, pese sobre la renta fija privada de alta rentabilidad. Además, dado el aumento de los costes de cobertura y la perspectiva de debilidad del USD en 2019, preferimos la renta fija privada europea frente a la estadounidense en términos relativos.

Desde nuestra perspectiva, una de las mejores oportunidades en la esfera de la renta fija se encuentra en la deuda de mercados emergentes. Esta clase de activos debería beneficiarse

de las tendencias analizadas anteriormente: debilitamiento del crecimiento de Estados Unidos, mayor moderación de la Reserva Federal y depreciación del USD.

Los inversores vuelven con cautela

Las políticas públicas contraproducentes en diferentes mercados han debilitado la economía global. Muchas se pusieron en marcha con buenas intenciones, otras han dejado de ser útiles y todas se vieron exacerbadas por la guerra

comercial. Esta conjunción de políticas disfuncionales ha creado una gran volatilidad y ha corregido gran parte de los excesos en los precios, ya que las valoraciones fuera de Estados Unidos se acercan a un punto en que los inversores podrían comenzar a invertir con cautela cuando decidan volver al mercado. Es poco probable que la volatilidad futura sea tan alta como lo ha sido en el pasado reciente.

Risk Considerations

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 ganancias por inversiones o acentuar las pérdidas por inversiones. 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** 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

M2 es una medida de la oferta monetaria utilizada por los diversos bancos centrales. En el Sistema de la Reserva Federal, M2 incluye toda la moneda física y los depósitos en cuentas corrientes y agrega a esto el dinero en cuentas de ahorro, certificados de depósito de hasta 100.000 USD (o sus equivalentes) y cuentas del mercado monetario. 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.

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, ni las circunstancias existentes, ni los cambios que se produzcan después de la fecha de publicación. Los puntos de vista expresados no reflejan los de todos los gestores de carteras de Morgan Stanley Investment Management (MSIM), ni los de toda la compañía en conjunto, y podrían no plasmarse en todos los productos y las estrategias que ofrece la compañía.

Las previsiones y/o las estimaciones que se facilitan en el presente documento pueden variar y no llegar a materializarse. La información relativa a 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 y 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 una oferta ni 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, los inversores deben consultar a un asesor jurídico y financiero independiente para que les informe sobre las consecuencias fiscales de dicha inversión.

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 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 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 Zúrich con el número CHE-115.415.770. Domicilio social: Beethovenstrasse 33, 8002 Zúrich (Suiza), teléfono +41 (0) 44 588 1000. Fax: +41(0)44 588 1074.

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

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. ("MSIMJ") con respecto a contratos de gestión discrecional de inversiones y contratos de asesoramiento de inversiones. Este documento no se concibe como una recomendación o invitación para llevar a cabo operaciones ni ofrece ningún instrumento financiero concreto. En virtud de un contrato de gestión de inversiones, con respecto a la gestión de activos de un cliente, el cliente ordena políticas de gestión básicas por adelantado y encarga a MSIMJ que tome todas las decisiones de inversión con base en el análisis del valor de los títulos, entre otros factores, y MSIMJ acepta dicho encargo. El cliente deberá delegar en MSIMJ las facultades necesarias para realizar inversiones. MSIMJ ejerce las facultades delegadas con base en las decisiones de inversión de MSIMJ y el cliente se abstendrá de emitir instrucciones concretas. 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, 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: The Investment Trusts Association (Japón), 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) recae sobre el licenciatario correspondiente. El licenciatario correspondiente no patrocina, respalda, vende ni promueve en modo alguno ningún producto basado en índices, por lo que no tendrá 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 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 previo 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.

Explore our site at www.morganstanley.com/im