

Morgan Stanley

INVESTMENT MANAGEMENT

Diseñado para el cambio

# Renta fija: de la Reserva Federal al Blockchain

---

RENTA FIJA | PERSPECTIVA MACROECONÓMICA | 2018

A medida que el crecimiento global continúa, algunos analistas creen que podemos encontrarnos en las últimas etapas del ciclo económico. ¿En qué deberían fijarse los inversores en renta fija en este entorno?

Nos hemos reunido con seis gestores de fondos senior del equipo de renta fija de Morgan Stanley Investment Management —incluidos aquellos que supervisan las estrategias públicas, privadas y de liquidez— para conocer su opinión sobre dónde se encuentran los riesgos y las oportunidades. Como gestores activos, tienen la libertad de ajustar dinámicamente sus fondos a fin de extraer valor mediante posicionamiento en duración, análisis de crédito, exposición a la curva de rentabilidades y selección de valores.

## 1 Comencemos ¿Cuál es su previsión sobre la política de la Reserva Federal, los tipos de interés y la inflación?

**JIM CARON:** El consenso en torno a la Reserva Federal es que probablemente subirá los tipos de interés dos veces más este año, aunque existe la posibilidad de que se omita el incremento de diciembre. Depende de la evolución económica.

No consideramos que los tipos de interés suban mucho más ni que las rentabilidades a 10 años aumenten (y permanezcan) materialmente por encima del 3%, a menos que se produzca un cambio significativo en la inflación o en las expectativas de crecimiento. La inflación subyacente se ha situado hasta ahora en torno al 2%. Puede superar ligeramente esa cota, aunque probablemente sin demasiada determinación. Así que realmente no percibo impulso inflacionario.

El crecimiento en Estados Unidos ha sido bueno y en el segundo trimestre es probable que se mantenga robusto. Sin embargo, es probable que el tercer y cuarto trimestre no logren batir los máximos del año que se registren durante el segundo trimestre. Por lo tanto, podemos tener un crecimiento más bajo, pero con ello nos referimos a que podría situarse en el entorno del 2,8%-2,9% aproximadamente. No veo ningún acontecimiento económico en este momento que pueda elevar las tasas de inflación o las expectativas de crecimiento, por lo que los tipos de interés probablemente se mantengan dentro de un rango positivo, por ejemplo, entre el 2,7% y el 3,1%.

**JONAS KOLK:** Nuestra opinión es que la Reserva Federal probablemente suba los tipos de interés otras dos veces, hasta totalizar cuatro movimientos este año. Creo que algunas de las cuestiones geopolíticas que están ocurriendo —el comercio global, los aranceles, los contratiempos en Europa y las cuestiones de política exterior con China y Corea del Norte— influirán en la toma de decisiones de la Reserva Federal. El mercado descuenta una subida y media más para el resto del año, por lo que si la Reserva Federal finalmente sube los tipos una o dos veces más, el mercado no se sorprenderá en ningún caso.

De cara al próximo año, percibo cierta desconexión: la Reserva Federal apunta tres alzas más, pero el mercado descuenta mucho menos que eso. Será interesante observar este fenómeno.

En cuanto a la inflación, creo que la Reserva Federal confía en que la inflación alcanzará

su objetivo del 2% y está dispuesta a dejar que se mantenga ligeramente por encima del 2% si las cifras alcanzan esta cota. No creo que la Reserva Federal tolere que la inflación supere con creces ese nivel durante un período prolongado, aunque, en mi opinión, es probable que se sitúe al nivel objetivo de la Reserva Federal, o ligeramente por encima, a finales de este año y de cara al próximo año.

## 2 En su opinión, ¿qué mensaje transmite la curva de rentabilidades?

**JIM CARON:** Debido a que la Reserva Federal está aumentando los tipos de interés, el camino de menor resistencia para la curva de rentabilidades es el aplanamiento. Y elijo cuidadosamente lo que digo aquí, porque la Reserva Federal no está “endureciendo” su política, sino, simplemente, eliminando el exceso de medidas expansivas.

A mi juicio, la Reserva Federal no comenzará a endurecer su política hasta que los tipos de los fondos federales superen el 3%, lo que podría no suceder hasta 2019.

Una curva muy plana o invertida que coincide con unos tipos de los fondos federales iguales o superiores al 3% indicaría una posible recesión 9, 12 o posiblemente 18 meses después. Sin embargo, la idea que subyace al supuesto de que una curva entre plana e invertida indique una desaceleración futura del mercado se basa en la asunción de que la Reserva Federal está endureciendo realmente su política.

Además, la Reserva Federal aún mantiene muchos bonos del Tesoro en su balance. Como resultado de este “efecto de inventario” continuado de la expansión cuantitativa, calculamos que la prima por plazo y la curva de rentabilidades son probablemente unos 40 puntos básicos más planas de lo que serían en otra situación. Por lo tanto, hacer comparaciones con una base equitativa de la forma de la curva atendiendo al contexto histórico requeriría añadir unos 40 puntos básicos a la curva en este momento para controlar los efectos persistentes de la expansión cuantitativa.

El aplanamiento de la curva de rentabilidades indica una expectativa de que el crecimiento puede estar alcanzando máximos, pero también tenemos que preguntar cuánto se reducirá el crecimiento, con qué rapidez y si eso indica necesariamente una recesión. En este momento, diría que lo estamos observando y que no estamos demasiado preocupados.

**JONAS KOLK:** Como señaló Jim, aunque históricamente una curva de rentabilidades

La Reserva Federal apunta otras tres alzas, pero el mercado descuenta mucho menos que eso.

El aplanamiento de la curva de rentabilidades indica la expectativa de que el crecimiento puede estar alcanzando máximos.

invertida ha sido un indicador de recesión bastante fiable, la inversión actual no es habitual. La Reserva Federal suele aumentar los tipos de interés para ralentizar una economía sobreacalentada o contener el nivel de inflación que está repuntando demasiado a su entender. La actual campaña de “endurecimiento” es totalmente diferente en el sentido de que la Reserva Federal simplemente está tratando de normalizar la política monetaria desde niveles extremos, no pretende desacelerar la economía o contener la inflación. No está aplicando medidas de endurecimiento en un sentido histórico.

También existen factores en el conjunto del mercado que están conteniendo los tipos a largo plazo. Algunos de los principales bancos centrales del mundo —por ejemplo, el Banco Central Europeo (BCE) o el Banco de Japón— continúan con la expansión cuantitativa y ampliando su balance. Extraer esa duración y esos bonos del mercado ha ayudado a contener los tipos de interés a largo plazo. Ante el aumento de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal, pero sin medidas de endurecimiento, y la presencia de medidas expansivas en el sistema global, la importancia predictiva de un aplanamiento o una inversión de la curva de rentabilidades podría no ser tan relevante en esta ocasión.

## 3

### ¿Qué indicadores clave deberíamos vigilar en esta coyuntura?

**JIM CARON:** El principal indicador de mercado es el dólar estadounidense. Tiene las repercusiones más trascendentales: el fortalecimiento del dólar estadounidense podría ayudar a desacelerar la economía global, lo que a su vez retroalimentaría y desaceleraría la economía de Estados Unidos. Generaría una aversión al riesgo que alejaría a los inversores de los activos de riesgo.

El segundo indicador clave es el mercado laboral. La tasa de desempleo, en niveles relativamente bajos, en el 4% o menos, va a resultar decisiva para la fortaleza y el consumo continuados. El tercer indicador serían los salarios. Es necesario que los salarios comiencen a subir un poco más. Hasta cierto punto, el lento crecimiento de los salarios ha contenido la inflación, aunque también observaría el crecimiento de los salarios muy de cerca. Esos son los tres indicadores clave en este momento.

**JONAS KOLK:** Quiero resaltar este aspecto basándome en la parte de la liquidez del mercado en el extremo corto de la curva. Analizamos los contratos en eurodólares,

que son una aproximación del LIBOR a tres meses. Estos no solo muestran una desaceleración del ritmo de endurecimiento en 2019 y a principios de 2020, sino también rentabilidades ligeramente inferiores para los contratos que finalizan en 2020. Estamos hablando de puntos básicos de un solo dígito, pero esa curva de eurodólares indica que la Reserva Federal no solo se detiene en algún momento a mediados de 2019, sino que incluso comienza a moverse en la dirección opuesta.

Esos contratos a plazo no concuerdan con el camino que la Reserva Federal está proyectando, por lo que será interesante analizar esos contratos para ver cómo evolucionan en los próximos 12 a 24 meses. En este momento, están mostrando una imagen que requeriría algunos cambios bastante significativos en términos de cómo la Reserva Federal está considerando su perspectiva para la política monetaria.

Si sigue produciéndose un aumento en los tipos en el extremo frontal y persiste cierta incertidumbre con respecto al extremo más largo de la curva, pueden generarse algunas oportunidades reales en productos que se basen en la liquidez a corto plazo.

## 4

### ¿Qué clases de activos ofrecen las mejores oportunidades actualmente?

**NEIL STONE:** En general, creemos que este es un buen entorno para el crédito, específicamente para las emisiones de títulos con grado de inversión. Entre los bonos de alta calificación —como los valores financieros e industriales con calificación de A—, tenemos una clara preferencia por los valores financieros a pesar de que están negociándose aproximadamente con el mismo diferencial. Los valores financieros, en particular los bancos, continúan experimentando un período de aversión al riesgo secular y mantienen el apoyo de una fuerte supervisión reguladora. La mayoría de los valores financieros han estado recaudando capital, reduciendo el riesgo de sus negocios y, por lo general, haciendo lo que les gusta a los bonistas.

Los valores financieros han sido, y continúan siendo, nuestro segmento favorito del mercado de crédito con grado de inversión dada esta combinación de mejora de fundamentales y valoraciones atractivas.

Somos un poco más prudentes acerca de los valores no financieros al considerar algunos fundamentales más débiles, los riesgos de fusiones y adquisiciones (M&A) y los riesgos

El Blockchain, la conducción autónoma y las energías renovables podrían generar ganadores y perdedores en los próximos años

de evolución tecnológica y de disruptión. Hemos asistido a bastante ingeniería financiera —lo que podría denominarse como actividad hostil para los bonistas—, como aumentar el apalancamiento para M&A o recompras de acciones, especialmente entre algunas de las compañías con calificaciones más altas. A muchas de estas compañías no les importa que se rebaje su categoría siempre y cuando puedan mantener el grado de inversión.

Las compañías que ya se encuentran en el extremo inferior del grado de inversión suelen ser más prudentes al participar en este tipo de actividades porque son sensibles al hecho de evitar una rebaja al nivel de alta rentabilidad. Nuestro equipo de análisis crediticio ha encontrado algunas oportunidades atractivas en este segmento del mercado.

También seguimos centrándonos en tecnologías en desarrollo. El Blockchain, la conducción autónoma y las energías renovables podrían generar ganadores y perdedores en los próximos años. En consecuencia, preferimos los valores financieros de mayor calificación y el intervalo inferior del grado de inversión para las compañías no financieras.

**RICHARD LINDQUIST:** Pasaré a comentar el segmento de alta rentabilidad. Nuestro enfoque es invertir en crédito del mercado intermedio, que definimos como compañías con un saldo total de bonos entre 150 millones de USD y 1.000 millones de USD, y, dentro de ese segmento, nos centramos en el crédito de menor duración dado el entorno de tipos de interés al alza. Nuestra preferencia ha sido mantener una duración en nuestros fondos aproximadamente tres trimestres más corta con respecto al índice, manteniendo una ventaja de rentabilidad de 50 a 100 puntos básicos en relación con el índice, por lo que estamos buscando compañías del mercado intermedio con mayores rentabilidades y duraciones más cortas.

Estamos sobreponderados en negocios cíclicos: energía, manufacturas diversificadas, materiales de construcción, servicios de transporte y otros valores industriales, lo que concuerda con la perspectiva de Jim. El contexto económico es bueno, las tasas de impago continúan disminuyendo y los datos técnicos siguen siendo fuertes. Hasta junio, las nuevas emisiones de alta rentabilidad en Estados Unidos han caído un 27% interanual, lo que ha respaldado el mercado.<sup>1</sup> Además, la mayor parte de la emisión de bonos está utilizando para retirar deuda más antigua con un cupón más elevado.

Como actualmente ningún sector se enfrenta a abrumadores problemas de impago, estamos infraponderados en sectores con muchos bonos de duración larga y cupón bajo, como telecomunicaciones fijas y móviles, cable y medios de comunicación. No nos preocupan los impagos, pero creemos que estos sectores no ofrecen un valor relativo óptimo en este momento dado el riesgo de duración.

También estamos ampliamente infraponderados en valores financieros debido a problemas de crédito. Estos valores financieros son muy diferentes de los valores financieros con grado de inversión de los que hablaba Neil. En alta rentabilidad, las compañías financieras suelen ser más pequeñas, con una base de clientes subprime, y se centran en elementos como préstamos rápidos respaldados por los salarios, financiación de automóviles, préstamos estudiantiles o amortización de hipotecas. Estos elementos presentan mucho más riesgo que las grandes entidades financieras con grado de inversión.

Finalmente, también estamos infraponderados en atención sanitaria debido a las noticias idiosincrásicas y a la incertidumbre en torno a cómo se recibiría una nueva ley sanitaria promulgada por la administración estadounidense.

**ERIC BAURMEISTER:** Tras las ventas masivas registradas en el segundo trimestre de este año, existe una gran cantidad de valor en una amplia gama de activos de mercados emergentes, ya sea deuda soberana, local o externa, o crédito. Ante un contexto de óptimo crecimiento global y un entorno de tipos de interés relativamente diáfano, es posible que los activos de los mercados emergentes se recuperen bastante rápido.

Nuestra mayor preocupación son los conflictos comerciales globales que generan una actividad comercial menor y una caída en los precios de las materias primas. Un paso atrás en el proceso de globalización sería duro para los mercados emergentes, aunque no barajamos este escenario como argumento central. Tras el ajuste en los precios, algunos países fueron penalizados debido a su combinación de políticas, aunque, en nuestra opinión, muchos fueron penalizados injustamente. Por consiguiente, hemos percibido oportunidades en los mercados emergentes.

Con base en las valoraciones, estamos sobreponderados en emisiones locales de mercados emergentes locales y crédito de mercados emergentes a expensas de los bonos

**Los títulos de préstamos alternativos tienen exposición al crédito de consumo, lo que hace que sean un buen diversificador al combinarlos con otros activos.**

<sup>1</sup> Datos de Bloomberg Barclays a 30 de junio de 2018

soberanos en moneda fuerte. Creemos que Argentina ofrece mucho valor gracias a cómo ha adoptado el programa de reformas. Además, tenemos una disposición favorable hacia Nigeria, principalmente el sector bancario, hacia mercados locales similares en Egipto, México y Sudáfrica y hacia la deuda externa de Ucrania y Kazajstán. Aunque López Obrador obtuvo la victoria en las elecciones presidenciales, pensábamos que los temores hacia su persona eran exagerados, lo que creó una oportunidad en los activos mexicanos.

## 5 ¿Qué oportunidades perciben en el espacio de renta fija alternativa?

**KEN MICHLITSCH:** Creemos que los préstamos alternativos ofrecen a los inversores la exposición a un cambio secular en la forma en que los consumidores y las pequeñas empresas acceden al capital. El modelo de préstamos surgió de pequeños préstamos de consumo no garantizados entre iguales y financiados por inversores minoristas, pero, a medida que la clase de activos maduró, los inversores institucionales comenzaron a participar y ahora financian la mayoría de dichos préstamos.

Al mismo tiempo, los tipos de riesgo de crédito suscritos por prestamistas alternativos abarcan más allá de los préstamos de consumo no garantizados e incluyen préstamos para pequeñas empresas, préstamos estudiantiles, financiación de automóviles y otras formas de financiación especializada. Los préstamos alternativos proporcionan una combinación potencial de mayor rentabilidad y duración baja. Su menor duración ayuda a reducir la sensibilidad al aumento de los tipos de interés, mientras que los diferenciales de crédito excesivos proporcionan protección contra las pérdidas de crédito. Los títulos de préstamos alternativos tienen exposición al crédito de consumo, más que a deuda corporativa o pública, lo que los convierte en un buen diversificador al combinarlos con otras clases de activos.

Han presentado atractivas rentabilidades absolutas y ajustadas por el riesgo. Reflejan un conjunto de oportunidades muy diverso, con una variedad de estrategias que proporcionan múltiples fuentes de diversificación:<sup>2</sup> por segmento de préstamo, calidad crediticia, cupón tamaño de ticket o duración.

**MODERADOR:** Les agradecemos a todos que hayan compartido sus puntos de vista. Está claro que el actual mercado de bonos requiere una nueva mentalidad. El tipo de flexibilidad que demuestren —al ser capaces de aprovechar una amplia gama de fuentes de alfa a escala mundial— será decisivo para lograr rentabilidades competitivas en esta nueva era para la renta fija.

## 6 ¿Cuáles son sus puntos de vista sobre las divisas?

**ERIC BAURMEISTER:** Tenemos una visión favorable del peso mexicano, el rand sudafricano y el rublo ruso. El rublo podría mostrar volatilidad en función de las sanciones y las relaciones con Rusia, aunque este país ha basado su presupuesto en un precio del petróleo de 40 USD y nos encontramos muy por encima de ese nivel. El exceso de dinero se destina a un fondo de estabilización del petróleo y a la acumulación de reservas. Todo eso es positivo para el rublo ruso.

También nos gusta la libra egipcia. Es una moneda bastante estable y tiene tipos elevados, tanto reales como nominales, lo que confiere atractivo. Más recientemente, también hemos tomado una posición más favorable hacia el ringgit malasio, ya que el primer ministro Mahathir trata de ser mucho más responsable de lo que se esperaba en materia fiscal, al mismo tiempo que lucha eficazmente contra la corrupción. Asimismo, creemos que la gran venta masiva del peso argentino ha hecho que los bonos locales a tipo variable en Argentina resulten bastante atractivos. Seguimos evitando a Turquía, a pesar de que la lira registró ventas masivas, y pensamos que el mercado tiene razón al castigar a Turquía por la dirección de su política. No vemos que se tomen medidas que reduzcan el déficit por cuenta corriente y esperamos que su situación fiscal se debilite.

**JIM CARON:** Estoy de acuerdo con todo lo que dijo Eric con respecto al dólar estadounidense. Desde un punto de vista temático, me gusta considerarlo como un posicionamiento largo en *high yielders* (valores de alta rentabilidad) en comparación con *low yielders* (valores de baja rentabilidad); muchos de los *high yielders* se hallan en el ámbito de los mercados emergentes. Los únicos valores que potencialmente añadiría son Australia y Nueva Zelanda, que son de alta calidad.

Tratar de obtener carry en el ámbito de las divisas y posicionarse en *high yielders* es un tema constante. La única excepción sería el dólar estadounidense, ya que podría considerarse un *high yielder* en la actualidad, aunque creemos que esta divisa podría estar sobrevalorada.

<sup>2</sup> La diversificación no elimina el riesgo de pérdidas.

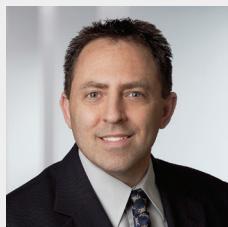
# Conozca a nuestros gestores de fondos



## JIM CARON

Responsable de Macro  
Equipo Global Fixed Income

Jim es gestor de fondos, miembro senior del equipo Global Fixed Income y miembro del Comité de asignación de activos. Se incorporó a Morgan Stanley en 2006 y cuenta con 26 años de experiencia en inversiones.



## JONAS KOLK

Director de inversiones  
Equipo Global Liquidity

Es Director de inversiones y responsable de Portfolio Management en el equipo Global Liquidity. Se incorporó a Morgan Stanley en 2004 y cuenta con 27 años de experiencia en inversiones.



## NEIL STONE

Responsable de U.S. Multi-Sector  
Equipo Global Fixed Income

Es gestor de fondos en el equipo Global Fixed Income. Se incorporó a Morgan Stanley en 1995 y cuenta con 33 años de experiencia en inversiones.



## RICHARD LINDQUIST

Responsable de Global High Yield  
Equipo Global Fixed Income

Richard es responsable del equipo High Yield Fixed Income en Morgan Stanley Investment Management. Se incorporó a la firma en 2011 y tiene 36 años de experiencia en inversiones.



## ERIC BAURMEISTER

Responsable del equipo Emerging Markets Debt

Es responsable y gestor senior de fondos del equipo Emerging Markets Debt. Se incorporó a Morgan Stanley en 1997 y cuenta con 24 años de experiencia en inversiones.



## KEN MICHLITSCH

Responsable de AIP Alternative Lending

Es gestor jefe de fondos de AIP Alternative Lending Group. Se incorporó a Morgan Stanley Investment Management en 2011 y cuenta con 20 años de experiencia profesional.

## Nuestras soluciones de renta fija activa

### Renta fija global

Gestores activos con un enfoque exclusivo en la generación de alfa que consideran que el valor prevalece y que el análisis ofrece resultados a largo plazo.

### Liquidez global

Tiene como objetivo satisfacer de manera eficaz las necesidades únicas de efectivo y capital circulante de los clientes, ofreciendo una amplia gama de fondos del mercado monetario y soluciones de cuentas independientes personalizadas.

### Renta Fija Privada

Ofrece a los clientes acceso a diferentes inversiones en crédito que van desde deuda senior y mezzanine para el mercado intermedio hasta crédito de crecimiento en etapa avanzada y estrategias de préstamos alternativos.

## Consideraciones sobre riesgos

Los títulos de renta fija están sujetos a la capacidad del emisor de realizar puntualmente los pagos del capital principal y los intereses (riesgo de crédito), a las variaciones de los tipos de interés (riesgo de tipos de interés), a la solvencia del emisor y a la liquidez del mercado en general (riesgo de mercado). En el entorno actual de subidas de los tipos de interés, los precios de los bonos pueden caer y dar lugar a periodos de volatilidad y a aumentos de los reembolsos en las carteras. Los **títulos más a largo plazo** pueden ser más sensibles a las variaciones de los tipos de interés. En un entorno de caídas de los tipos de interés, la cartera puede generar menos rentas. Ciertos **títulos de deuda pública estadounidense** comprados por la estrategia, tales como los emitidos por Fannie Mae y Freddie Mac, carecen de la garantía del prestigio y la solvencia de Estados Unidos. Es posible que estos emisores no tengan los fondos para atender sus obligaciones de pago en el futuro. Los préstamos de bancos públicos están sujetos al riesgo de liquidez y al riesgo de crédito de los títulos con calificaciones inferiores. Los **títulos de alta rentabilidad (bonos basura)** son valores con calificaciones más bajas que pueden entrañar un mayor riesgo de crédito y de liquidez. Los **títulos de deuda soberana** están sujetos al riesgo de impago. Los **bonos de titulización hipotecaria y los bonos de titulización de activos** son sensibles al riesgo de amortización anticipada y a un mayor riesgo de impago y podrían ser difíciles de valorar y de vender (**riesgo de liquidez**). Asimismo, están sujetos a riesgos de crédito, de mercado y de tipos de interés. El mercado de divisas es altamente volátil. Influyen en los precios de estos mercados, entre otros factores, los cambios en la oferta y la demanda de una divisa en particular, las condiciones comerciales, los programas y las políticas fiscales, monetarios y de control de los mercados de divisas nacionales o extranjeros y las variaciones de los tipos de interés nacionales y extranjeros. Las inversiones en mercados extranjeros comportan riesgos específicos como, por ejemplo, de divisa, políticos, económicos y de mercado. Invertir en países de **mercados emergentes** comporta riesgos mayores que los relacionados generalmente con inversiones en el extranjero. Los **instrumentos derivados** pueden incrementar las pérdidas de forma desproporcionada y tener un impacto significativo en la rentabilidad. También pueden estar sujetos a riesgos de contraparte, liquidez, valoración, correlación y de mercado. Los **títulos restringidos e ilíquidos** pueden ser más difíciles de vender y de valorar que los títulos que cotizan en mercados organizados (riesgo de liquidez). Debido a la posibilidad de que las amortizaciones anticipadas alteren los flujos de caja sobre las **obligaciones hipotecarias garantizadas**, no es posible establecer con antelación su fecha de vencimiento final o su vida media. Además, si la garantía de la obligación hipotecaria garantizada o las garantías de terceros fueran insuficientes para realizar pagos, la cartera podría incurrir en pérdidas.

**Mercado secundario limitado y liquidez de los valores de préstamo alternativos:** Los valores de préstamo alternativos suelen tener un vencimiento de entre uno y siete años. Los inversores que adquieren valores de préstamo alternativos de forma directa a través de las plataformas y esperan recuperar su principal completo deben mantener por lo general sus préstamos hasta el vencimiento. En la actualidad, tampoco existe un mercado secundario activo para los préstamos en los que invertirá el fondo y no puede garantizarse que dicho mercado se desarrolle en el futuro. Hasta que se desarrolle un mercado secundario activo, el fondo seguirá principalmente a una estrategia de “compra y mantenimiento” y es posible que no pueda acceder a una liquidez significativa. En caso de que se produzcan condiciones económicas adversas en las que fuera preferible que el fondo vendiera algunos de sus préstamos, es posible que el fondo no pueda vender una proporción suficiente de su cartera a raíz de las restricciones de liquidez. En tales circunstancias, las rentabilidades generales del fondo derivadas de sus inversiones pueden verse afectadas negativamente. Además, la liquidez limitada puede hacer que otros inversores e inversores potenciales de la plataforma consideren que estas inversiones sean menos atractivas, por lo que la demanda de estas inversiones puede disminuir y afectar negativamente al negocio de las plataformas.

## 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 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.

**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 antes de 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.

**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](http://morganstanley.com/im) o llame al 1-800-548-7786. Lea el folleto detenidamente antes de invertir.**

Morgan Stanley Distribution, Inc. actúa como distribuidor de los fondos de Morgan Stanley.

**SIN SEGURO DE LA FDIC | SIN GARANTÍA BANCARIA | POSIBLES PÉRDIDAS DE VALOR | SIN LA GARANTÍA DE NINGUNA AGENCIA DEL GOBIERNO FEDERAL | NO ES UN DEPÓSITO 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.

## 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.

No existen garantías de que una estrategia de inversión vaya a funcionar en todas las condiciones de mercado, por lo que los inversores deben evaluar su capacidad para invertir a largo plazo, especialmente en períodos de retrocesos en el mercado. Antes de invertir, los inversores deben consultar minuciosamente el documento de oferta correspondiente de la estrategia o del producto. Hay diferencias importantes en la forma de ejecutar la estrategia en cada uno de los vehículos de inversión.

Una cuenta gestionada por separado podría no ser adecuada para todos los inversores.

Las cuentas gestionadas por separado según la estrategia incluyen diversos títulos y no reproducirán necesariamente la rentabilidad de un índice.

Antes de invertir, estudie minuciosamente los objetivos de inversión, los riesgos y las comisiones de la estrategia.

Los puntos de vista y las opiniones pertenecen al autor o al equipo de inversión en la fecha de elaboración de este documento y podrán variar en cualquier momento debido a las condiciones del mercado o económicas y podrían no llegar a materializarse. Además, tales puntos de vista no se actualizarán o revisarán de otro modo con el fin de recoger la información disponible, 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 equipos de inversión de Morgan Stanley Investment Management (MSIM) ni los del conjunto de la compañía y podrían no plasmarse en todos los productos y las estrategias que esta ofrece.

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.

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 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.

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 concreta. Todas las inversiones entrañan riesgos, incluida la posible pérdida del capital principal. La información provista en el presente documento no se ha elaborado atendiendo a las circunstancias particulares de ningún inversor y no constituye asesoramiento de inversión ni debe interpretarse en modo alguno como asesoramiento fiscal, contable, jurídico o regulatorio. Por consiguiente, antes de tomar una decisión de inversión, los inversores deben consultar a un asesor jurídico y financiero independiente para que les informe sobre las consecuencias fiscales de dicha inversión.

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

MSIM no ha autorizado a intermediarios financieros a utilizar o distribuir el presente documento, salvo que dichas utilización y distribución se lleven a cabo de conformidad con las leyes y los reglamentos aplicables. Además, los intermediarios financieros deberán comprobar por sí mismos que la información recogida en el presente documento es adecuada para las personas destinatarias, teniendo en cuenta sus circunstancias y sus objetivos. MSIM no será responsable del uso o el uso inapropiado del presente documento por cualesquiera tales intermediarios financieros y declina toda responsabilidad al respecto.

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.

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.

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

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

Más información en [www.morganstanley.com/builtforchange](http://www.morganstanley.com/builtforchange)