

# Interludio

SOLUTIONS & MULTI-ASSET | GLOBAL BALANCED RISK CONTROL | MACRO INSIGHT | MAYO 2019

Después de que la economía mundial superara los temores por el crecimiento en el cuarto trimestre de 2018, teníamos la certeza de que las economías estadounidense y global se estaban recuperando de forma sostenida y no se dirigían hacia una recesión. Esperábamos que llevara varios trimestres que se afianzara la recuperación, en vista de una combinación de tendencias cíclicas y estructurales.

Todo eso cambió el 10 de mayo, cuando desplegó sus efectos un incremento de los aranceles a las importaciones chinas anunciadas por el presidente Trump, reviviendo el juego arancelario entre Estados Unidos y China que tanto pesa sobre la economía global. No nos cogió por sorpresa, pues las tensiones comerciales entre ambas potencias es uno de los principales riesgos binarios que destacamos en nuestra perspectiva anterior.

A pesar de las tensiones, consideramos que el tema del crecimiento a medio plazo permanece intacto, si bien podría retrasarse en vista del reciente agravamiento de las tensiones comerciales. De hecho, estas tensiones comerciales podrían incrementar la probabilidad de que se desplieguen estímulos fiscales adicionales en China y Estados Unidos, si bien podrían propiciar volatilidad. Con cautela en torno a la volatilidad a corto plazo que podría surgir, los inversores deberían estar pendientes de esta fase intermedia. Nos enfrentamos a esta disrupción a corto plazo reduciendo el riesgo en nuestras carteras a corto plazo, con el objetivo de terminar volviendo a la renta variable.

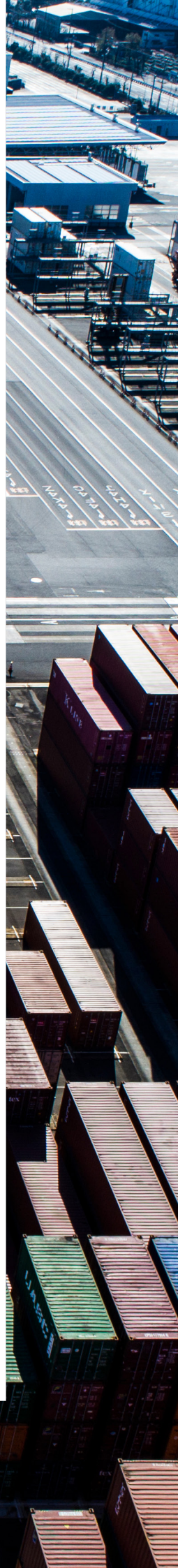
AUTOR



**ANDREW HARMSTONE**  
Managing Director

*Andrew es gestor jefe de carteras 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.*

Las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China han lastrado el comercio mundial, dando como resultado la caída más significativa de los volúmenes desde la crisis de 2008.



### A pesar de las tensiones, el comercio global podría haber tocado fondo

Las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China han lastrado el comercio mundial, dando como resultado la caída más significativa de los volúmenes desde la crisis de 2008 (Gráfico 1) para pesar de aquellas economías dependientes de las exportaciones. Los flujos de comercio mundial empeoraron en febrero de 2019 tras mejorar en enero; la debilidad del índice PMI relativo a nuevos pedidos de exportaciones correspondiente al primer trimestre adelantó esta evolución.

Antes de las tensiones recientes, los datos de exportaciones indicaban un repunte significativo de los pedidos chinos y un posible mínimo de los pedidos en Europa (Gráfico 2). Los enfrentamientos comerciales de principios de mayo podrían volver a desestabilizar esta realidad a corto plazo, si bien seguimos esperando que los flujos comerciales mejoren a medio plazo.

### China es importante para la recuperación

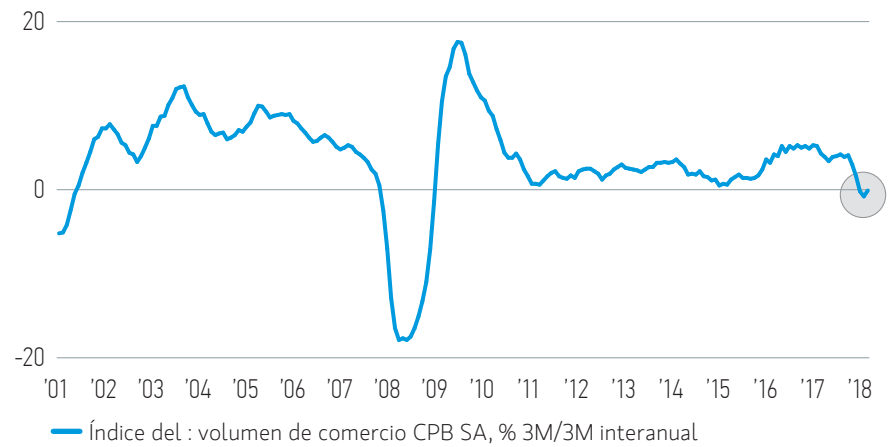
Un elemento fundamental para el cambio de rumbo han sido los estímulos adoptados en China. Aunque los estímulos actuales solo suponen en torno al 1,5% del PIB en términos fiscales —lo cual evidencia un marcado descenso desde aproximadamente el 10% de 2008—, tienen objetivos mucho más definidos.<sup>1</sup>

Los tres últimos ciclos de estímulos desplegados en China dirigieron el dinero hacia los mercados inmobiliarios, lo cual es una forma rápida de impulsar el consumo. En ciudades como Pekín, Shanghái y Shenzhen, los precios de los inmuebles experimentaron subidas de hasta el 30%-40% anual.<sup>2</sup> Dicha evolución generó una burbuja, pues los ciudadanos aspiraban a destinar más y más fondos a los mercados inmobiliarios, que ofrecían “dinero fácil”.

<sup>1</sup> Incremento de los abultados déficits de China. Fuente: FMI, [www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13211.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13211.pdf) República Popular de China: Consulta del Artículo IV en 2013, julio de 2013, página 13.

<sup>2</sup> Bloomberg, promedio interanual de los precios de los inmuebles comerciales y residenciales de nueva construcción en ciudades de 1er orden de China.

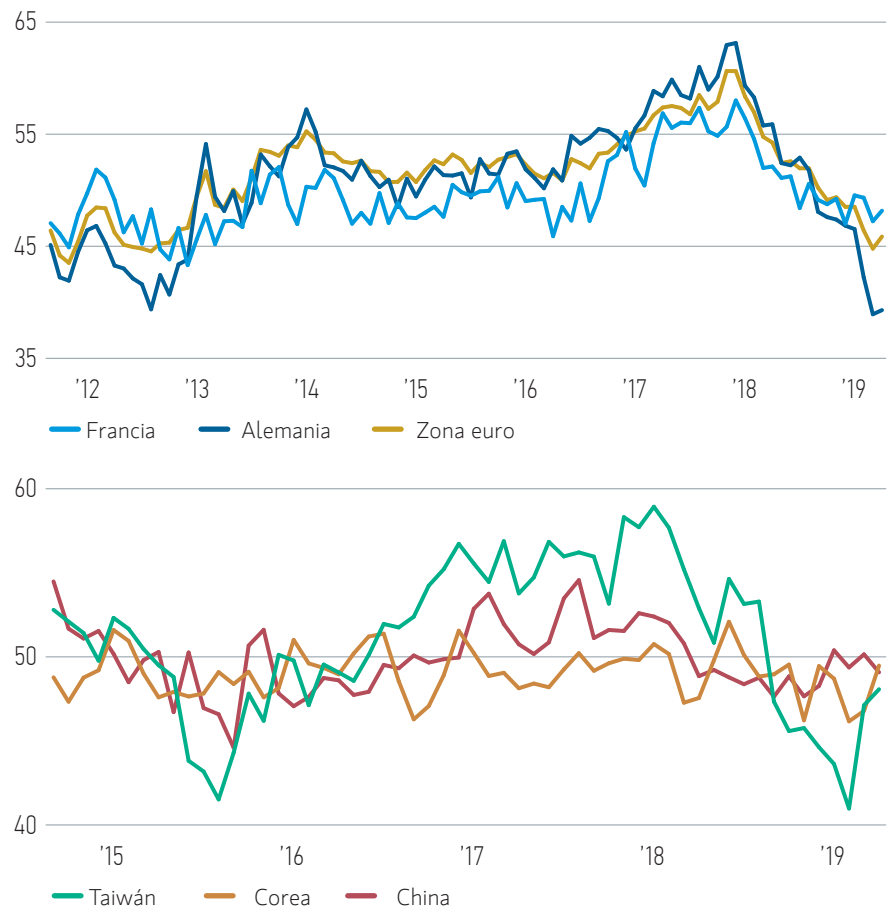
**Gráfico 1**  
Los aranceles han pesado sobre los flujos comerciales



Fuente: CPB, Bloomberg. Datos a 10 de mayo de 2019.

**Gráfico 2**  
El repunte de los nuevos pedidos de exportaciones de China y la zona euro pueden haber tocado fondo

PMI, nuevos pedidos de exportaciones



Fuente: Nikkei, Markit, Datastream. Datos a 10 de mayo de 2019.

Los estímulos actuales se han concebido para evitar que explote la burbuja: incluyen políticas orientadas a mantener el ajuste relativo del lado de los inmuebles, dirigiendo al mismo tiempo los estímulos fiscales al sector privado y al consumidor. Dada la naturaleza de los nuevos estímulos, prevemos que desplegarán sus efectos más lentamente que en el pasado, pero que, en última instancia, serán más sostenibles.

El consumidor chino se encuentra hoy en día mucho más endeudado que en el pasado. En la última década, los niveles de deuda prácticamente se han duplicado (Gráfico 3). Aunque el nivel de endeudamiento sigue siendo razonable en comparación con las cotas de otros países, sí preocupa la velocidad a la que ha aumentado. También resultan preocupantes las dificultades para ahorrar de la generación más joven: el coste de la vida está aumentando y los tipos de las hipotecas se encuentran en el entorno del 5% al 6%, frente al 2% del Reino Unido. No será sencillo que los consumidores se suban a “olas de gasto”.

Aun conscientes de los riesgos más a largo plazo que plantea el aumento de la deuda de los hogares, los responsables de política de China no quieren que su economía siga ralentizándose. En vista del recrudecimiento de las tensiones arancelarias, ya han dado tímidos pasos hacia un mayor aumento de los estímulos, si bien parecen considerar los incrementos adicionales de los precios de los inmuebles como último recurso.

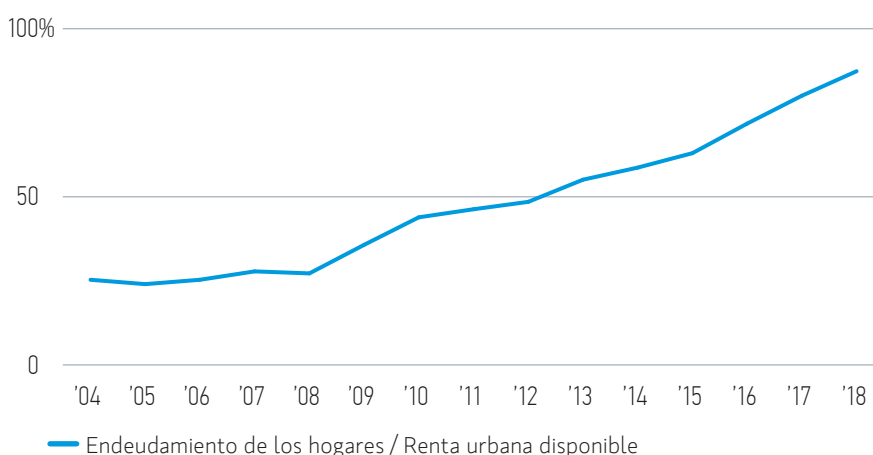
### El valor de las infraestructuras públicas en Estados Unidos. . .

Tanto el presidente como la mayoría demócrata en el Congreso son partidarios de desplegar estímulos fiscales mediante programas de infraestructuras, con un objetivo de 2 billones de USD, según se abordó el pasado noviembre. No obstante, durante una reunión reciente con los líderes demócratas, Trump condicionó su apoyo al programa de infraestructuras a que el Congreso detenga las investigaciones que está llevando a cabo sobre su gobierno y sus compañías. Aunque se trata de un revés, parece que permanecen abiertos

canales extraoficiales con los que poder avanzar en iniciativas legislativas (por ejemplo, el Senado acaba de aprobar la ley de ayudas en caso de catástrofe y todavía cuenta con el apoyo de Trump). Seguimos creyendo que un programa de gasto en infraestructuras continúa siendo una iniciativa muy popular que podría evitar una recesión en 2020. Estos factores, políticamente potentes, sugieren que esta iniciativa pronto podría volver a plantearse. El respaldo

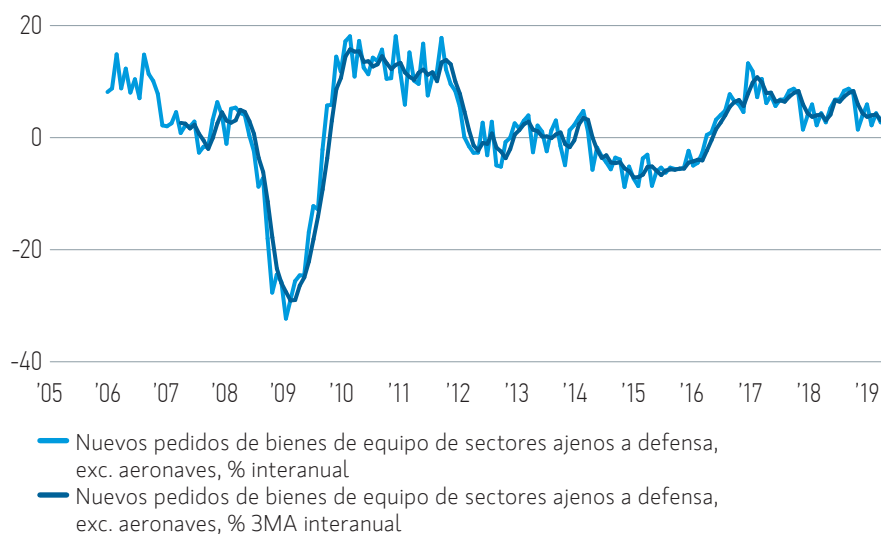
del Senado, bajo control republicano, quedaría condicionado a cuáles sean las fuentes de financiación de las infraestructuras; la modificación del impuesto a la gasolina, que no se ha incrementado desde la administración Clinton, continúa perfilándose como una solución adecuada, si bien es probable que acabe aprobándose y aplicándose una ley de infraestructuras de calado y la financiación, en un primer momento, sea vía deuda.

**Gráfico 3**  
**Aumenta la deuda del consumidor chino**



Fuente: Bloomberg, Oficina Nacional de Estadísticas de China. Datos a 10 de mayo de 2019.

**Gráfico 4**  
**Los pedidos de equipos de las compañías estadounidenses permanecen estables y tienden a mejorar**



Fuente: Oficina del Censo de Estados Unidos, Bloomberg. Datos a 10 de mayo de 2019.

**... y razones para un repunte de la inversión en el sector privado**

La inversión en inmovilizado de las compañías suele ser el elemento más cíclico del PIB e imprime un efecto desproporcionado sobre el ciclo económico. El Gráfico 4 muestra cómo el crecimiento subyacente de la inversión en inmovilizado se recuperó desde los mínimos de 2015 y 2016, alcanzó máximos en diciembre de 2017 y después se estabilizó en cierta medida antes de desplomarse en 2018. Puede que esta fuerte caída respondiera, en gran medida, a la guerra comercial.

La incertidumbre acerca de las cadenas de suministro globales obligó a las compañías a posponer las inversiones necesarias. El ligero repunte de marzo de 2019 representa la mayor mejora de la inversión corporativa en ocho meses.

El reciente recrudecimiento de las tensiones sin duda puede llegar a posponer una vez más las inversiones en inmovilizado, si bien existen diversas tendencias que favorecen que las compañías incrementen tales inversiones a medio plazo. Lo más importante es que la demanda se encuentra significativamente contenida: los bienes de equipo existentes se encuentran obsoletos y el cambio tecnológico avanza a gran velocidad, por lo que las compañías necesitan desesperadamente actualizar dichos bienes.

Por su parte, las disrupciones relacionadas con el cambio climático tenderán a acelerar la tasa de inversión en capital a medida que la economía evolucione hacia conceptos como los vehículos eléctricos y la energía solar. Cualquier programa de estímulo fiscal que se base en el gasto en infraestructuras también impulsaría la inversión en inmovilizado.

**Perspectivas de estímulos en Europa**

Dado que los movimientos populistas continúan sumando apoyos, tal y como demuestran los resultados de las elecciones europeas celebradas recientemente, aumenta la presión para que los gobiernos europeos eleven el gasto, lo cual lleva, parece, a que gane

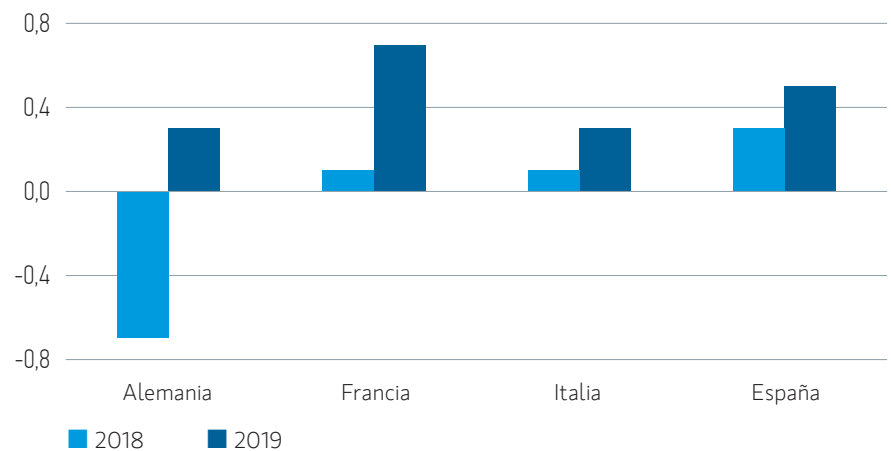
enteros la posibilidad de que se adopte una agenda de estímulos. En este momento, es probable que las cuatro mayores economías de la zona euro adopten medidas fiscales expansivas en 2019. Esta expectativa cuenta con el respaldo de los últimos datos de la Comisión Europea, que anticipan cierto nivel de estímulos en Alemania, Francia, Italia y España (Gráfico 5).

**La perspectiva para el sector del automóvil**

Puede que el repunte tradicional de la producción de automóviles no sea tan pronunciado como en ciclos anteriores. De hecho, la disruptiva transición del motor de combustión interna a los vehículos eléctricos podría debilitar el efecto de crecimiento del sector a

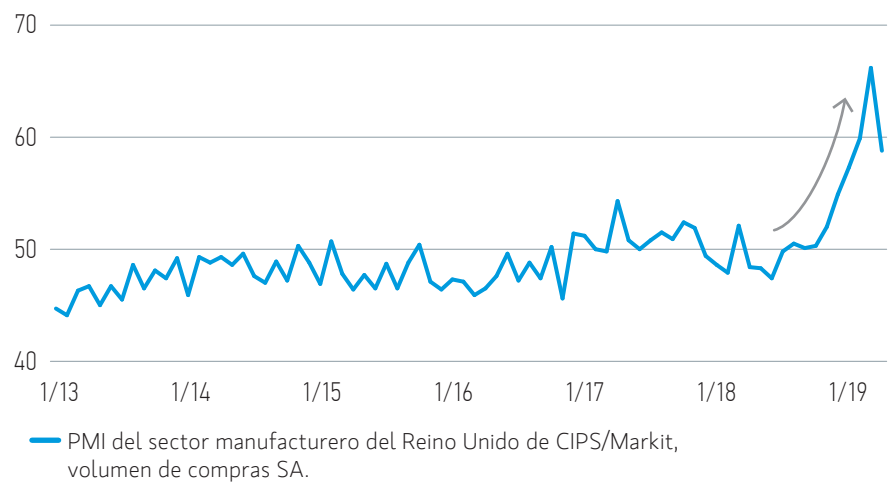
**Gráfico 5**  
**Es probable que las cuatro mayores economías de la zona euro desplieguen estímulos**

Variación del saldo primario ajustado por el ciclo (+ indica impulso fiscal)



Fuente: Comisión Europea, MSIM. Datos de Previsiones económicas de primavera de 2019, publicado el 7 de mayo de 2019. Las previsiones/estimaciones se basan en las condiciones de mercado vigentes, están sujetas a cambios y podrían no cumplirse necesariamente.

**Gráfico 6**  
**Las existencias del sector manufacturero británico evidencian acumulación de inventarios**



Fuente: Markit/CIPS, Bloomberg. Datos a 10 de mayo de 2019.

corto plazo. Numerosos fabricantes de automóviles están programando virar hacia el vehículo eléctrico, cambio que podría resultar bastante positivo desde el punto de vista de la inversión en capital más a largo plazo. El empleo, sin embargo, podría verse lastrado, pues la producción de vehículos eléctricos exige mucha menos mano de obra. Puede que los fabricantes de automóviles cierren plantas antes de inaugurar otras nuevas, por lo que, en la medida en que así sea, podría pasar tiempo hasta que se perciba el potencial impulso para la inversión neta.

### Esperamos una recuperación, pero no en forma de V como es habitual

Aunque los estímulos de China contribuyeron a propiciar una recuperación en forma de V en 2015-2016, sus estímulos actuales son más reducidos y se han concebido para beneficiar solo a China, con menores efectos positivos para el resto del mundo.

Por otra parte, las existencias globales se encuentran en niveles, por lo general, demasiado elevados, quizá por la acumulación de inventarios previa a las disrupciones que ocasionen la salida del Reino Unido de la Unión Europea y la guerra comercial (*Gráfico 6*). Deberá subsanarse este ciclo de exceso de existencias. Por ejemplo, el retroceso de los semiconductores no ha terminado y las elevadas existencias de microprocesadores continúan debilitando el gasto.

No obstante, lo que suele faltar en una recuperación sostenible es el crecimiento de la inversión en inmovilizado. Hoy por hoy, percibimos un sólido potencial de que crezca la inversión en inmovilizado, si bien podría posponerse con motivo de las tensiones comerciales. Además, percibimos diversos elementos contracíclicos que se retroalimentan que podrían resultar positivos incluso ante una guerra comercial. Cuanto más se intensifiquen las tensiones por los aranceles, mayor será la probabilidad de que China incremente sus estímulos y Estados Unidos apruebe un plan de infraestructuras significativo.

### Gráfico 7

#### Los dividendos de la renta variable de la zona euro ofrecen una prima sustancial con respecto a las rentabilidades de los bonos

Rentabilidad por dividendo menos rentabilidad de los bonos (prima por riesgo de renta variable)



Fuente: IBES. Datos a 10 de mayo de 2019. La rentabilidad pasada no garantiza resultados futuros. La rentabilidad de los índices se facilita con fines meramente ilustrativos y no pretende describir el rendimiento de una inversión concreta. Consulte el apartado Información importante para conocer las definiciones de los índices.

Las compañías, asimismo, están más preparadas ahora para el viraje de las cadenas de suministro con respecto a su situación cuando comenzó la guerra comercial.

### Debe ignorarse el ruido comercial (en su mayoría)

La perspectiva a medio plazo es positiva. Aunque los problemas comerciales sí sugieren cautela a corto plazo, los estímulos fiscales de China, el posible gasto en infraestructuras de Estados Unidos y la contenida demanda de inversión en inmovilizado son factores positivos de peso que favorecerán a los mercados tan pronto como se resuelva la disputa comercial.

Que se despeje el frente comercial también sería positivo para la inversión en inmovilizado en Europa, estrechamente relacionada con el comercio.

Las valoraciones de la renta variable de la zona euro se muestran atractivas en vista de la prima de rentabilidad media con respecto a los bonos (*Gráfico 7*). Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) está adoptando una actitud hacia el sistema bancario mucho más moderada

que en el pasado. También auguramos más consolidación en el sector bancario europeo. Un ámbito en el que mostramos cautela es el sector tecnológico estadounidense, donde las valoraciones parecen volver a exceder los beneficios.

En cuanto a bonos: nuestra perspectiva más a largo plazo es positiva para la economía, ergo negativa para la renta fija, si bien las tensiones arancelarias pueden hacer que los bonos parezcan más atractivos temporalmente.

### El tema del crecimiento permanece intacto

Tal y como pusimos de manifiesto en uno de nuestros comentarios recientes, el recrudecimiento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China es uno de los riesgos binarios que podría complicar nuestro optimismo general acerca de una recuperación global. A pesar de que estos rayos y centellas imprevisibles que manan de la Casa Blanca imprimen un efecto disruptivo a corto plazo, seguimos mostrándonos optimistas en cuanto al crecimiento a medio plazo... el interludio.

## 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 también 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. 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

El **índice del volumen de comercio CPB** mide el volumen de comercio transfronterizo entre las principales regiones del mundo. El **índice de directores de compras del sector manufacturero del Reino Unido de CIPS/Markit (PMI)** es un índice compuesto basado en cinco índices individuales con las siguientes ponderaciones: pedidos nuevos, 30%; producción, 25%; empleo, 20%; plazos de entrega de proveedores, 15%; y existencias de artículos adquiridos, 10%. **CPB World Trade Monitor** muestra que el volumen de comercio mundial descendió un 1,7% en febrero, tras aumentar un 2,1% en enero (estimación inicial, 2,3%). El **índice MSCI EMU (European Economic and Monetary Union)** 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 países pertenecientes a la UEM. Los índices no están gestionados y no incluyen gastos, comisiones o gastos de suscripción. No es posible invertir directamente en un índice. La propiedad intelectual de los índices que se mencionan en este documento (incluidas las marcas comerciales registradas) corresponde a su concedente de licencia. Los concedentes de licencia no patrocinan, respaldan, venden o promocionan en modo alguno ningún producto basado en índices, por lo que no tendrán responsabilidad alguna a este respecto.

La **inversión en inmovilizado de las compañías** se refiere a inversión en la maquinaria, las herramientas y los equipos que los empresarios adquieren para proseguir en la producción de bienes y servicios. El conjunto de tales maquinaria, plantas, equipos, etc. representa el capital fijo. La **inversión en inmovilizado** es el dinero que una compañía gasta en comprar, mantener o mejorar sus activos fijos, por ejemplo, edificios, vehículos, equipos o terrenos.

## 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 para 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 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 este documento pueden variar y no llegar a materializarse. La información relativa a rentabilidades de mercado previstas y perspectivas de mercado se basa en los estudios, los análisis y las opiniones de los autores. Estas conclusiones son de naturaleza especulativa, pueden no llegar a producirse y no pretenden predecir la rentabilidad futura de ningún producto concreto de Morgan Stanley Investment Management.

Salvo que se indique lo contrario, los puntos de vista y las opiniones que se recogen en este 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.

Este documento es una comunicación general que no es imparcial y que se ha elaborado exclusivamente a efectos ilustrativos y formativos y no constituye una oferta ni una recomendación para comprar o vender títulos concretos ni para adoptar una estrategia de inversión determinada. La información que figura en este 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, entre otros aspectos, de las consecuencias fiscales de dicha inversión.

La **rentabilidad pasada no garantiza resultados futuros**. Los diagramas y los gráficos que se recogen en este documento se proporcionan con fines meramente ilustrativos.

Esta comunicación no es un producto del departamento de análisis de Morgan Stanley y no debe considerarse una recomendación basada en análisis. La información recogida en este documento no se ha elaborado de conformidad con los requisitos legales establecidos para promover la independencia del análisis de inversiones y no está sujeta a ninguna prohibición de contratación antes de la difusión 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

**Esta comunicación se dirige exclusivamente a personas que residen en jurisdicciones donde la distribución o la disponibilidad de la información que aquí se recoge no vulneran las leyes o los reglamentos locales y solo se distribuirá entre estas personas.**

**Irlanda:** Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited. Domicilio social: The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's Quay, Dublín 2 (Irlanda). Inscrita en Irlanda con el número de sociedad 616662. Regulada por el Banco Central de Irlanda. **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 4th Floor Junghofstrasse 18-26, 60311 Fráncfort del Meno (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, figuran 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

**Hong Kong:** Este documento lo emite Morgan Stanley Asia Limited para utilizarse en Hong Kong y únicamente podrá facilitarse a "inversores profesionales", según se define este término en la Ordenanza de valores y futuros (Securities and Futures Ordinance) de Hong Kong (capítulo 571). El contenido de este documento no lo ha revisado ni aprobado ninguna autoridad reguladora, ni siquiera la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong. En consecuencia, salvo en casos de exención conforme a la legislación pertinente, este documento no podrá emitirse, facilitarse, distribuirse, dirigirse ni ofrecerse al público en Hong Kong.

**Singapur:** Este documento no debe considerarse una invitación de suscripción o adquisición, directa o indirectamente, dirigida al público o a cualquier persona concreta de este en Singapur, salvo a (i) inversores institucionales conforme al artículo 304 del capítulo 289 de la Ley de valores y futuros (Securities and Futures Act, "SFA") de Singapur, (ii) "personas relevantes" (incluidos inversores acreditados) de conformidad con el artículo 305 de la SFA, y de acuerdo con las condiciones especificadas en el artículo 305 de la SFA, o (iii) de otro modo de conformidad y de acuerdo con las condiciones de cualquier otra disposición aplicable de la SFA. La Autoridad Monetaria de Singapur no ha revisado este documento.

**Australia:** Esta publicación la distribuye en Australia Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited, ACN: 122040037, AFSL n.º 314182, que acepta la responsabilidad de su contenido. Esta publicación y cualquier acceso a ella están dirigidos exclusivamente a "clientes mayoristas", según el significado que se le atribuye a este término en la Ley de sociedades (Corporations Act) de Australia.

**Taiwán:** Este documento se ofrece con fines meramente informativos y no constituye invitación allá donde resultara ilícito. Los productos que aquí se mencionan pueden o no estar registrados ante la Oficina de Valores y Futuros de la Comisión de Supervisión Financiera de Taiwán (República de China) con arreglo a las leyes y los reglamentos de valores correspondientes. Tales productos solo pueden ofrecerse en la República de China si (a) se encuentran registrados para la venta al público en la República de China o (b) si se ofrecen en colocación privada a instituciones financieras concretas u otras entidades y personas físicas que reúnan criterios específicos con arreglo a las disposiciones de colocación privada de la normativa de la República de China que rigen los fondos offshore.

**Corea:** Este documento no constituye oferta de valores en Corea y bajo ninguna circunstancia habrá de interpretarse como tal. No se formulan declaraciones con respecto a la idoneidad de cualesquiera destinatarios de este documento con arreglo a las leyes de Corea, incluidos, sin intención limitativa, la Ley de operaciones con divisas (Foreign Exchange Transactions Act) y sus reglamentos dimanantes. El fondo que se menciona en este documento puede haberse o no registrado ante la Comisión de Servicios Financieros de Corea con arreglo a la Ley de servicios de inversión financieros y mercados de capitales (Financial Investment Services and Capital Markets Act) y no podrá ofrecerse directa o indirectamente en Corea ni a ningún residente de Corea salvo conforme a las leyes y los reglamentos aplicables de Corea.

**Japón:** En el caso de los inversores profesionales, este documento se facilita o se distribuye solo con fines informativos. En el caso de aquellas personas que no sean inversores profesionales, este documento se distribuye en relación con el negocio de Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. ("MSIMJ") con respecto a contratos de gestión discrecional de inversiones y contratos de asesoramiento de inversiones. Este documento no se concibe como una recomendación o una invitación para llevar a cabo operaciones ni ofrece ningún instrumento financiero concreto. En virtud de un contrato de gestión de inversiones, con respecto a la gestión de activos de un cliente, el cliente ordena políticas de gestión básicas por adelantado y encarga a MSIMJ que tome todas las decisiones de inversión

con base en un análisis del valor de los títulos, entre otros factores, y MSIMJ acepta dicho encargo. El cliente deberá delegar en MSIMJ las facultades necesarias para realizar inversiones. MSIMJ ejerce las facultades delegadas con base en las decisiones de inversión de MSIMJ y el cliente se abstendrá de emitir instrucciones concretas. Todos los beneficios y las pérdidas de inversión pertenecen a los clientes; el capital principal no está garantizado. Antes de invertir, estudie los objetivos de inversión y la naturaleza de los riesgos. Se aplicará una comisión de asesoramiento de inversiones por contratos de asesoramiento de inversiones o contratos de gestión de inversiones, en proporción al plazo del contrato y en función de la cantidad de activos objeto del contrato, multiplicada por cierto tipo (como máximo, del 2,16% anual, impuestos incluidos). En el caso de algunas estrategias, puede aplicarse una comisión de contingencia, además de la comisión que se menciona anteriormente. También puede 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: Japan Securities Dealers Association, Investment Trusts Association, Japan, Japan Investment Advisers Association y Type II Financial Instruments Firms Association.

### INFORMACIÓN IMPORTANTE

**EMEA: Esta comunicación comercial la emite Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited. Domicilio social: The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's Quay, Dublín 2 (Irlanda). Inscrita en Irlanda con el número de sociedad 616662. Autorizada y regulada por el Banco Central de Irlanda. ("MSIM Ireland").**

La información incluida en esta 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 esta 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 Ireland no ha autorizado a intermediarios financieros a utilizar o distribuir este documento, salvo que dichas utilización y distribución se lleven a cabo de conformidad con las leyes y los reglamentos aplicables. MSIM Ireland no será responsable del uso o el uso inapropiado de este 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 de este documento y tampoco podrá divulgarse su contenido a terceros sin el consentimiento expreso por escrito de MSIM Ireland.

Toda la información que figura en este 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.

Este documento podrá traducirse a otros idiomas. Cuando se haga tal traducción, la versión en inglés se considerará definitiva. En caso de discrepancias entre la versión en inglés y cualquier versión de este documento en otro idioma, prevalecerá la versión en inglés.