

# Arena en los engranajes

SOLUCIONES Y MULTIACTIVO | EQUIPO GLOBAL BALANCED RISK CONTROL | PERSPECTIVA MACROECONÓMICA | AGOSTO DE 2018

Hasta hace muy poco, las economías estadounidense y global evolucionaban en positivo, siendo un importante factor de dicho crecimiento la inversión de las compañías en inmovilizado. Aunque sí hubo comentarios y declaraciones en torno a la situación comercial y los aranceles, parecían poco más que una táctica de negociación agresiva. Sin embargo, a mediados de junio, el tono comenzó a elevarse.

A la vez, las observaciones de los enviados comerciales sugerían que Estados Unidos era incapaz de establecer una forma de articular sus demandas. A nuestro juicio, el cambio de tono podría indicar que persistirán las tensiones con otros países, lo que podría sumarse a la volatilidad que se produzca hasta las elecciones de mitad de mandato de Estados Unidos que se celebran en noviembre. Este enfoque ha arrojado arena en los engranajes de la economía global, lastrándola.

La inversión de las compañías en inmovilizado desempeña un papel fundamental en la teoría del ciclo económico: una aceleración de la inversión en inmovilizado tiende a generar un mayor crecimiento del producto interior bruto (PIB), lo cual, a su vez, impulsa la demanda de acciones, que espolea la inversión y el crecimiento, dando como resultado un proceso de retroalimentación. Durante, aproximadamente, el último año y medio, la inversión de las compañías en inmovilizado ha protagonizado dicho ciclo virtuoso, aumentando porque las participaciones de capital que se deseaban superaban, por un amplio margen, las participaciones disponibles.

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.*

El aspecto esencial de este efecto multiplicador es que la inversión de las empresas en inmovilizado debe seguir aumentando para que se mantenga el citado ciclo virtuoso. También puede producirse el proceso contrario: la inversión no tiene que disminuir en términos absolutos, pues si el ritmo de aumento se ralentiza, la demanda generada por dicho crecimiento menor desciende, lo cual, a su vez, ocasiona que el conjunto de la economía crezca a un ritmo inferior, por lo que el número de acciones deseadas disminuye. Por tanto, la tendencia puede retroalimentarse también en el sentido opuesto. Eso parece que es lo que está sucediendo en este momento.

Lo que ha cambiado recientemente es el tono del discurso en torno a la situación comercial y los aranceles. Dado que una buena parte de la inversión de las empresas en inmovilizado depende del comercio y las cadenas de suministro globales, la incertidumbre con respecto a que los aranceles pudieran reducir la demanda o incrementar el coste de los insumos puede hacer que las empresas se piensen dos veces el invertir en activos de capital. Creemos que este aspecto ha comenzado a influir significativamente en las decisiones de inversión de las empresas.

Desde 2014, la inversión de las empresas en bienes de equipo (*Gráfico 1*) muestra un máximo heterogéneo hasta 2017, cuando la economía comenzó a crecer al ritmo suficiente como para alcanzar las restricciones de capacidad y las empresas se dieron cuenta de que necesitaban invertir para producir el volumen de bienes y servicios que los clientes demandaban. A esta evolución le siguió un auge sistemático desde 2017 hasta el trimestre pasado. Creemos que la perceptible ralentización del crecimiento este último trimestre tiene que ver, concretamente, con la incertidumbre relativa a los aranceles y el entorno económico.

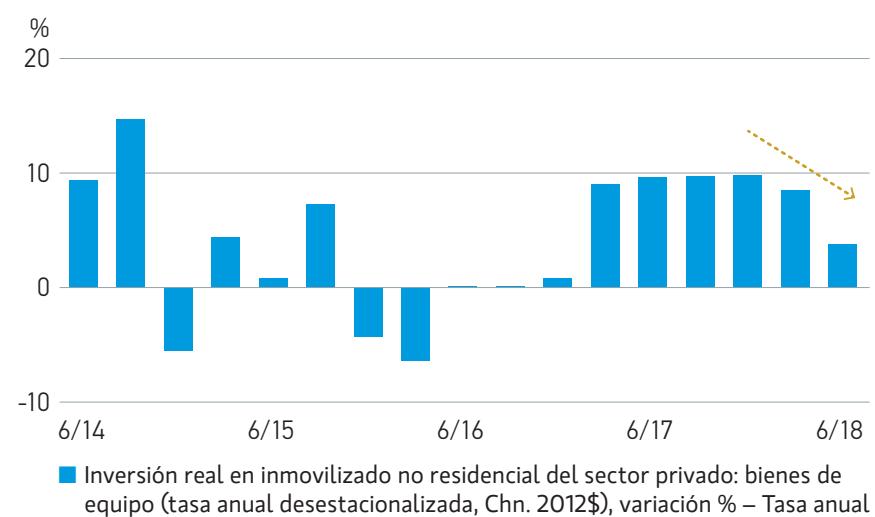
Las encuestas regionales llevadas a cabo por la Reserva Federal<sup>1</sup> sobre la

intención de inversión en inmovilizado en Estados Unidos también indican un descenso significativo de la inversión prevista, lo cual apunta que el crecimiento estadounidense bien podría desacelerarse. Este no es un problema solo de Estados Unidos. El primer semestre de 2018 trajo consigo una fuerte desaceleración de los

indicadores de crecimiento en diversas economías clave (*Gráfico 2*). Japón sufrió un crecimiento negativo del PIB en el primer trimestre de 2018, la confianza empresarial de la zona euro cayó a niveles inferiores a los alcanzados en 2016 y los datos chinos pusieron de manifiesto la ralentización de la actividad.

#### GRÁFICO 1

#### Inversión de las empresas en bienes de equipo: Una ralentización perceptible



Fuente: Oficina de Análisis Económico de los Estados Unidos, Haver. 27 de julio de 2018. Tasa anual desestacionalizada, en miles de millones de dólares de 2012 encadenados (dólares reales ajustados por la inflación a efectos comparativos).

#### GRÁFICO 2

#### Expectativas de desaceleración del crecimiento en Europa



Fuente: ZEW, Bloomberg, 31 de julio de 2018.

<sup>1</sup> Se incluyen encuestas de US Empire State, la Reserva Federal de Filadelfia y la Reserva Federal de Richmond.

## Más de una fuente de arena

Si bien los aranceles son importantes en lo que respecta al ciclo económico, también lo son las subidas de tipos de interés de la Reserva Federal. La inversión en inmovilizado residencial lleva dos trimestres lastrando el PIB. La construcción de viviendas<sup>2</sup> —un indicador fundamental de la solidez económica— retrocedió con fuerza en junio, perdiendo un 12,3% con respecto a mayo de 2018 (*Gráfico 3*). Es posible que este retroceso se deba a que los tipos de interés ya están subiendo.

La combinación de aranceles y aumento de los tipos de interés está traduciéndose en un punto de inflexión en que la solidez del crecimiento y la baja inflación recientes podrían virar hacia un crecimiento menor y una inflación mayor.

## ¿Ha dejado atrás la confianza sus máximos?

La confianza de los consumidores depende, en parte, de la tasa de desempleo, que se ha mantenido baja, aunque también guarda una sólida correlación inversa con la tasa de ahorro (*Gráfico 4*): cuando las personas tenemos una mejor percepción, ahorraremos menos. De hecho, las últimas cifras muestran un incremento de la tasa de ahorro, lo cual sugiere que la confianza de los consumidores está cayendo o que la renta disponible está viéndose mermada por el encarecimiento del petróleo.

El petróleo prácticamente ha doblado su precio con respecto a hace un año: el crudo de Brent ha pasado del entorno de los 44 USD del cierre de 2017 a 80 USD a finales de mayo de 2018, incrementándose asimismo los precios de la gasolina. Por su parte, los aranceles pueden elevar directamente los precios de los bienes de consumo, concretamente, los del extremo más bajo de la escala, que suelen producirse en China.

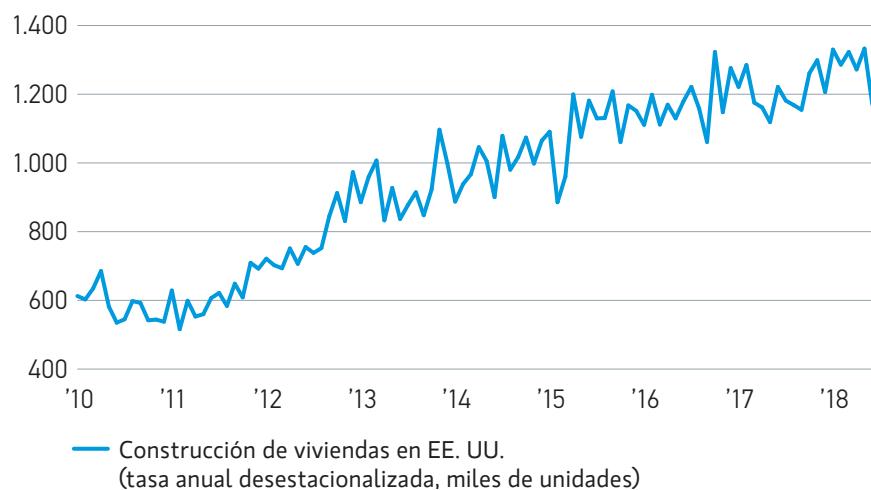
## Encuestas al sector manufacturero: aranceles y carencia de camioneros

En las últimas encuestas<sup>3</sup>, los fabricantes dejaron constancia de estas inquietudes. Perciben que los aranceles están ocasionando disrupciones en la oferta y encareciendo los insumos y describen la carencia de personal como “restricciones

al crecimiento”. Concretamente, citan la carencia de conductores de camiones. Este tipo de carencias se habrían aliviado en el pasado importando mano de obra desde el extranjero, si bien esto ya no es plausible dadas las políticas de inmigración actuales.

### GRÁFICO 3

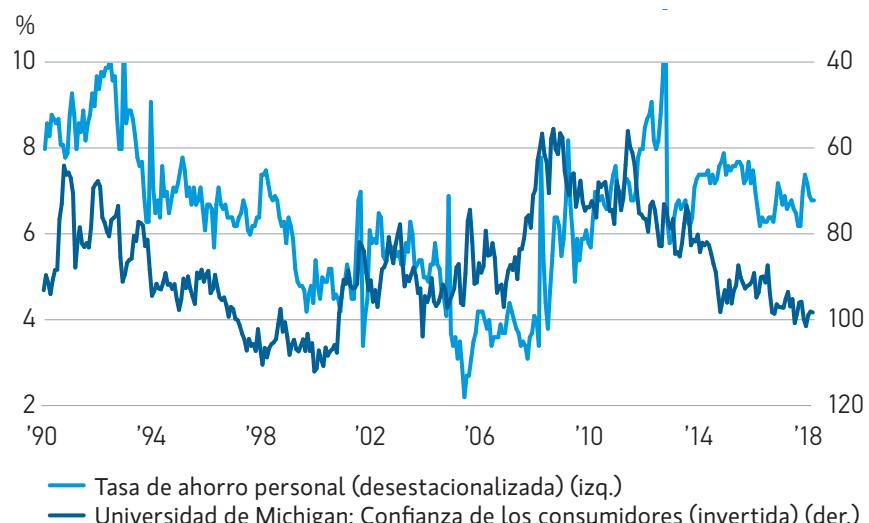
#### La construcción de viviendas retrocedió en junio



Fuente: Oficina del Censo, Haver, 18 de julio de 2018.

### GRÁFICO 4

#### Cuando las personas nos sentimos mejor, ahorraremos menos



Fuente: Oficina de Análisis Económico, Universidad de Michigan, Haver, 31 de julio de 2018.

<sup>2</sup> Nuevos proyectos de construcción de viviendas particulares iniciados cada mes, según la Oficina del Censo.

<sup>3</sup> Beige Book de la Reserva Federal, 18 de julio de 2018 y encuesta del ISM al sector manufacturero de junio.

## Los tiempos: el punto álgido de la volatilidad podría llegar más pronto que tarde

Tanto las disputas en torno a los aranceles como las restricciones a la inmigración parecen responder al deseo del presidente Trump de complacer a sus votantes. A medida que aumenten las presiones sobre el presidente, podríamos asistir a nuevas iniciativas políticas que continúen deteriorando la situación económica.

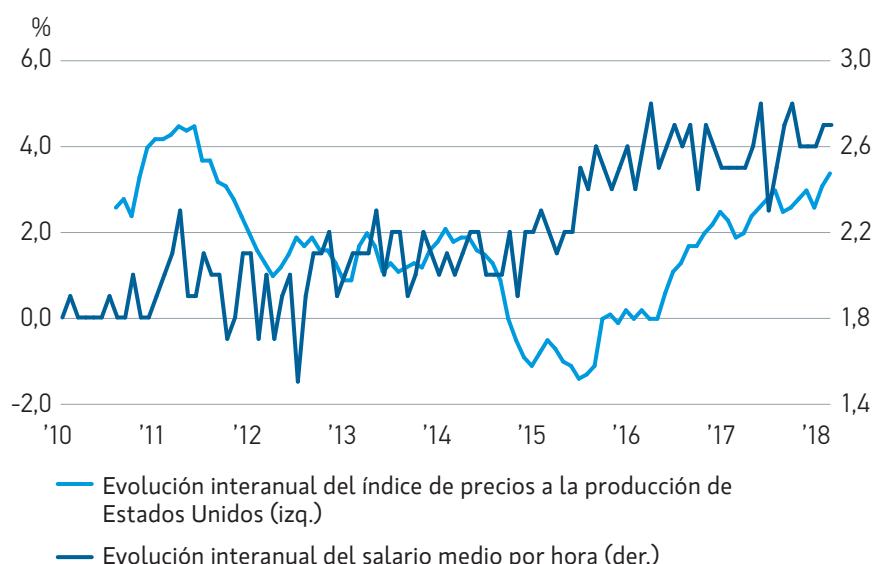
Dos acontecimientos políticos cada vez más próximos están generando ahora una gran cantidad de arena que se dirige directamente a los engranajes de la economía. Uno de ellos es la investigación Mueller sobre la injerencia de Rusia en las elecciones presidenciales de 2016 y cuyos resultados podrían conocerse en los próximos meses. Las elecciones de mitad de mandato en Estados Unidos suponen, por sí mismas, otro acontecimiento clave. Una vez pase dicha cita con las urnas, las políticas podrían ser más moderadas y responder a objetivos económicos y no políticos. Sin embargo, esto también sugiere que podríamos asistir a un nivel significativo de volatilidad hasta las elecciones de mitad de mandato, pudiendo alcanzar su punto álgido más pronto que tarde si Mueller desea evitar sorpresas justo antes de la cita electoral que pudieran interpretarse como una voluntad deliberada de influir en su resultado.

## La inflación está repuntando

Además de los aranceles, que son inflacionarios y generan importantes distorsiones en los precios y la eficiencia del mercado, el auge de los precios del petróleo ha contribuido sustancialmente al aumento de la inflación general. Los precios de producción también han tendido al alza, además de los costes laborales. En Europa, los responsables del 41% de las pequeñas empresas afirman que se enfrentan a “importantes dificultades” a la hora de contratar<sup>4</sup>, 10 puntos más que hace un año y en su punto más alto desde 2002. Sin embargo, en nuestra opinión, la economía que se enfrenta al riesgo

GRÁFICO 5

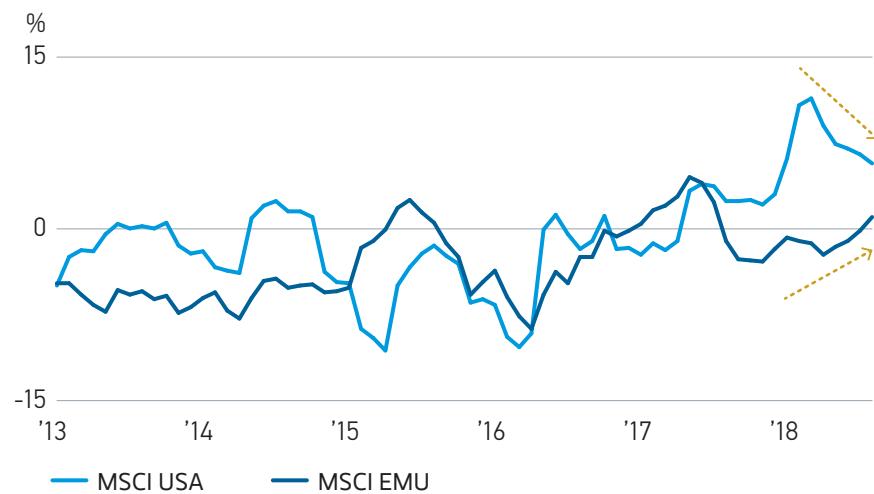
## La economía estadounidense se enfrenta a riesgos al encarecerse los insumos



Fuente: Bloomberg. SD se refiere a “sin desestacionalizar”.

GRÁFICO 6

## Revisões de los beneficios: al alza en Europa, a la baja en Estados Unidos



Fuente: Datastream, IBES.

más importante es la estadounidense (*Gráfico 5*), en parte, porque el resto del mundo ya experimentó un primer semestre de 2018 débil; así, el punto de inflexión podría ser más marcado en Estados Unidos.

## Repercusiones para la inversión

Dada la solidez del crecimiento económico en Estados Unidos, buena parte del capital ha virado hacia la renta variable de dicho país, concretamente, los emisores más reconocidos del sector

<sup>4</sup> <https://www.lesechos.fr/economie-france/social/0302020039303-les-difficultes-de-recrutement-des-pme-a-des-sommets-2193990.php>

tecnológico. Como resultado, hemos comenzado a detectar exuberancia y expectativas de beneficios muy elevadas, incluso a medida que la perspectiva para Estados Unidos ha tornado menos favorable. Tras elevarse con fuerza en el pasado, las revisiones de los beneficios están tendiendo a la baja en Estados Unidos.

En Europa, sin embargo, las revisiones son al alza, respaldadas posiblemente por la debilidad del euro en 2018 (*Gráfico 6*). Además, una vez desaparezcan las elevadas expectativas en cuanto a beneficios por acción para 2018, la brecha entre las expectativas de crecimiento de dichos beneficios entre Estados Unidos y la zona euro desaparecerá prácticamente. Las expectativas de beneficios para 2019 tanto en Estados Unidos como en la zona euro se sitúan en el 10%.

Aunque prosiguen la percepción alcista de los activos estadounidenses —renta variable y USD— y la tendencia bajista hacia los activos europeos, los menores obstáculos para las ganancias, el aumento de las expectativas de beneficios y la relativa debilidad del euro favorecen a las acciones europeas frente a Estados Unidos (*Gráfico 6*). Una vez se invierta esta evolución, podría ser significativa, dado lo concurridas que se muestran estas inversiones.

Con motivo de los altos costes de cobertura, es probable que los flujos recientes carezcan de ella, por lo que los inversores podrían salir mal parados tanto en los mercados subyacentes como en el ámbito de las divisas.

Por tanto, podríamos asistir a ventas masivas en el conjunto del mercado, al menos, a corto plazo, según los inversores se desencantan y tratan de

repositionarse. Dichos períodos suelen ir acompañados de niveles significativos de volatilidad. Sin embargo, en el caso de que se produjese el repunte, auguramos que se concentraría más en Europa.

También nos encontramos posicionados para virar hacia el valor, en detrimento del crecimiento. Si el sector de crecimiento con PER elevado pierde dinamismo, podríamos asistir a una rotación hacia el valor, que ha registrado ventas excesivas en términos relativos. El sector financiero, por ejemplo, lleva arrojando rentabilidades relativas negativas desde comienzos de año, si bien comenzó a repuntar el mes pasado; prevemos que dicho avance continúe.

Confiamos en los sectores bancario y energético. Tras atravesar la crisis financiera, el conjunto del sistema bancario —en especial, en Estados Unidos— se ha reforzado, se encuentra adecuadamente capitalizado y presenta un apalancamiento menor en términos históricos. En cuanto al sector energético, los elevados precios del petróleo se están traduciendo claramente en un aumento de las expectativas de beneficios.

### **China: más frágil de lo habitual**

El otro importante motor de la economía mundial es China y también se está ralentizando. El objetivo de China de mejorar la calidad de su crecimiento económico, reducir el apalancamiento y eliminar a los productores inefficientes ha suavizado su avance, lo cual implica que los aranceles llegan en un momento delicado para la economía china.

### **Asia, excluido Japón: efecto dominó**

La penalización que los aranceles suponen para Asia podría ser

significativa. El valor añadido de las exportaciones chinas a Estados Unidos es, aproximadamente, del 60%, lo que significa que el 40% restante se importa a China a fin de elaborar bienes con destino Estados Unidos. Este efecto dominó, del 40%, de los aranceles impuestos a China lastrará los países que suministran a China, en gran medida, asiáticos.

### **América Latina: el viraje de la demanda**

Aunque los mercados emergentes suelen considerarse partícipes de beta elevada, es probable que los mercados emergentes de América Latina se vean afectados en menor medida por los aranceles —incluso podrían beneficiarse de ellos— con motivo del viraje de la demanda. Por ejemplo, los aranceles han ocasionado que China ahora adquiera la soja a Brasil, en detrimento de Estados Unidos. En segundo lugar, el encarecimiento del petróleo, aunque perjudica al consumidor, beneficia a los exportadores latinoamericanos de dicha materia prima. Contribuye a proteger en cierto modo a dichos países, aunque algunos segmentos sí acusarán el aumento de los precios.

### **Un camino cuesta arriba**

Estados Unidos ha hecho las veces de locomotora para el resto del mundo, que ha logrado dejar atrás la debilidad para abrazar una mayor solidez. Los aranceles y las disputas comerciales han viciado este motor con arena. El alza de los tipos de interés ha supuesto un obstáculo inevitable que, en combinación con los aranceles, hace que los engranajes no funcionen con eficiencia. Como resultado, el conjunto de la locomotora global podría estar ralentizándose ligeramente. Sigue avanzando, aunque a un menor ritmo.

## Consideraciones sobre riesgos

No existe garantía de que la estrategia vaya a alcanzar su objetivo de inversión. Las carteras están expuestas al riesgo de mercado, que es la posibilidad de que los valores de mercado de los títulos de la cartera bajen y que, por consiguiente, el valor de las acciones de la cartera sea inferior al que usted pagó por ellas. En consecuencia, su inversión en esta cartera podrá comportar pérdidas. Tenga en cuenta que esta estrategia puede estar sujeta a determinados riesgos adicionales. Existe el riesgo de que la **metodología de asignación de activos y los supuestos** del asesor con respecto a las carteras subyacentes sean incorrectos a la luz de las condiciones reales del mercado, por lo que la cartera podría no alcanzar su objetivo de inversión. Las cotizaciones suelen presentar volatilidad y existe una posibilidad significativa de pérdida. Las inversiones de la cartera en pagarés **vinculados a materias primas** implican riesgos sustanciales, incluido el riesgo de perder una parte significativa del valor de su capital principal. Además de los riesgos relacionados con las materias primas, estas inversiones pueden estar sujetas a otros riesgos específicos, como el riesgo de pérdida de intereses y del capital principal, la ausencia de un mercado secundario y el riesgo de mayor volatilidad, los cuales no afectan a los títulos tradicionales de renta variable y de renta fija. Las **fluctuaciones de las divisas** podrían anular las 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

El **producto interior bruto (PIB)** es una medida monetaria del valor de mercado de todos los bienes y los servicios acabados que se producen en un periodo (trimestral o anual). Las estimaciones del PIB nominal se utilizan habitualmente para determinar el rendimiento económico de todo un país o una región y para realizar comparaciones internacionales. La **ratio precio/beneficio (PER)** es una ratio de valoración de la cotización de una compañía en un momento dado frente a su beneficio por acción. Se calcula como valor de mercado por acción/beneficio por acción. La **volatilidad** se mide calculando la desviación típica de las rentabilidades anualizadas durante un periodo determinado. Muestra la banda dentro de la cual el precio de un título puede aumentar o disminuir.

Los índices no están gestionados y no incluyen gastos, comisiones ni gastos de suscripción. No es posible invertir directamente en un índice. La propiedad intelectual de cualquier índice mencionado en el presente documento (incluidas las marcas comerciales registradas) 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. El índice **MSCI Emerging Markets Net (MSCI EM)** es un índice ponderado por capitalización bursátil ajustado por las acciones en libre circulación que tiene por objeto medir la rentabilidad de las bolsas de mercados emergentes. La expresión "en libre circulación" designa la proporción de las acciones en circulación que se consideran disponibles para su compra por los inversores en los mercados bursátiles. El índice MSCI Emerging Markets Net está conformado actualmente por 23 índices nacionales de mercados emergentes. La evolución del índice se expresa en USD y supone que los dividendos netos se reinvierten. El **índice MSCI EMU (European Economic and Monetary Union)** representa a compañías de gran y mediana capitalización de 10 países desarrollados de la Unión Económica y Monetaria de la Unión Europea. Con 241 componentes, el índice abarca aproximadamente el 85% de la capitalización bursátil ajustada por las acciones en libre circulación de la UEM. El **índice MSCI USA** es un índice de capitalización bursátil ajustado por las acciones en libre circulación que tiene por objeto medir la rentabilidad de los mercados bursátiles de Estados Unidos. El **índice MSCI World** es un índice ponderado por capitalización bursátil ajustado por las acciones en libre circulación que tiene por objeto medir la rentabilidad de las bolsas de mercados desarrollados de todo el mundo. La expresión "en libre circulación" designa la proporción de las acciones en circulación que se consideran disponibles para su compra por los inversores en los mercados bursátiles. La evolución del índice se expresa en 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 residan en jurisdicciones donde la distribución o la disponibilidad de la información que aquí se recoge no vulneren las leyes o los reglamentos locales y solo debe distribuirse entre estas personas.**

No existen garantías de que una estrategia de inversión 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 períodos 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 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.

## 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.

**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.

#### **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 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.

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 cualesquier 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 los derechos de autor. Morgan Stanley Investment Management es la división de gestión de activos de Morgan Stanley.

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

Visite nuestro sitio web en [www.morganstanley.com/im](http://www.morganstanley.com/im)