

# Estancamiento secular: Descanse en paz

SOLUTIONS & MULTI ASSET | EQUIPO GLOBAL BALANCED RISK CONTROL | PERSPECTIVA MACROECONÓMICA | 2018

“¿En qué acertamos?” Esa es la pregunta que se hacen los gestores de activos mientras revisan sus previsiones para el año pasado. En nuestra perspectiva macroeconómica de diciembre titulada: *2018: Esperar lo inesperado*, predijimos posibles sorpresas este año en inflación y volatilidad. Puesto que estas sorpresas se materializaron en febrero, decidimos dar un paso atrás e interpretar lo que podrían significar para el resto de 2018.

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 37 años de experiencia en el sector.

## La renta variable se recupera, hasta que la inflación comienza a preocupar

La teoría que subyace al estancamiento secular es que la economía crece muy lentamente y, como resultado, la inflación y las rentabilidades de los bonos permanecen contenidos. En unos años, la economía puede adentrarse en recesión. En cambio, los robustos datos económicos y la confianza positiva del consumidor impulsaron el repunte explosivo del mercado bursátil en enero. Gracias a la reforma fiscal de Estados Unidos y una confianza muy positiva, la figura que recoge el repunte de enero se parece a la trayectoria del cohete Falcon Heavy de Elon Musk (*Figura 1*).

A finales de enero, los datos de empleo y crecimiento de los salarios, que fueron mejores de lo esperado, sorprendieron a los inversores. La mayoría pensaba que la economía global avanzaría lentamente, con la inflación en territorio negativo. Sin embargo, los datos de empleo y salarios mejoraron la perspectiva de mayor inflación, acentuando la inquietud de que la Reserva Federal



(Fed) aumente los tipos de interés y genere más obstáculos para la renta variable. El cambio en la perspectiva favoreció la caída de la renta variable (*Figura 1*).

El positivo informe de empleo también hizo que la curva de rentabilidades se pronunciara. Muchos inversores —posicionados para el aplanamiento de la curva de rentabilidades— comenzaron a revertir esta posición, lo que provocó importantes ventas masivas en el mercado de bonos. Esto puede haber roto finalmente una tendencia de 30 años de disminución de las rentabilidades de los bonos (*Figura 2*).

### Ventas masivas amplificadas por una sorpresa en volatilidad

Es posible que los principales desencadenantes de las ventas masivas fueran sencillamente el pánico vendedor y el reposicionamiento. Pero creemos que las posiciones cortas de los inversores en futuros sobre el VIX<sup>1</sup> —una estrategia generalizada a finales de 2017 para aquellos que anticipan un entorno de baja volatilidad— amplificaron los efectos. A medida que el mercado cotizaba a la baja, el VIX subía y la presión cayó sobre estas posiciones cortas. Los inversores tuvieron que cerrarlas comprándolas de nuevo, lo que hizo que los precios del VIX fueran incluso más elevados.

El índice Euro Stoxx 50 Volatility (VSTOXX),<sup>2</sup> otro índice de volatilidad, es generalmente más alto que el VIX. Curiosamente, el 6 de febrero, el máximo intradía del VSTOXX fue de solo 32, mientras que el VIX se situó en 50,2.<sup>3</sup> Esto subraya nuestra creencia de que las posiciones cortas existentes en el VIX —y la subsiguiente necesidad de cubrirlas después de las ventas masivas— ejercieron presiones alcistas sobre el VIX, amplificando la volatilidad en los mercados.

El VIX y el mercado bursátil suelen estar inversamente correlacionados,

**FIGURA 1**

### Rendimiento estelar, a continuación, recogida de beneficios

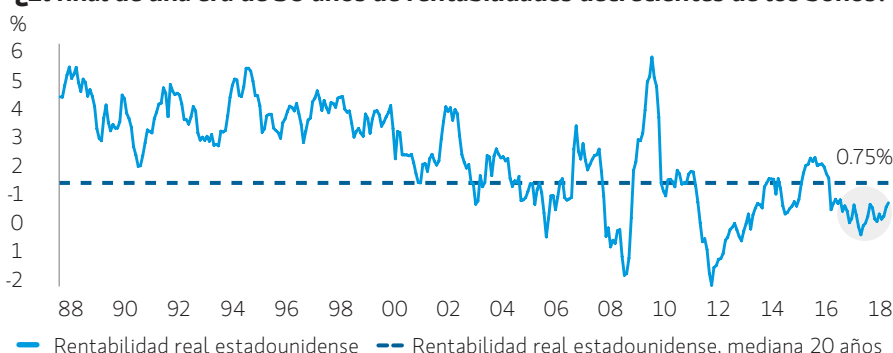
Índice de precios compuesto S&P 500



Fuente: Bloomberg, Datastream para el índice S&P 500®. Datos a 8 de febrero de 2018. La rentabilidad de los índices se facilita con fines meramente ilustrativos y no pretende describir el rendimiento de una inversión concreta. **La rentabilidad pasada no es garantía de resultados futuros.** En la sección de Información importante figuran las definiciones de los índices.

**FIGURA 2**

### ¿El final de una era de 30 años de rentabilidades decrecientes de los bonos?

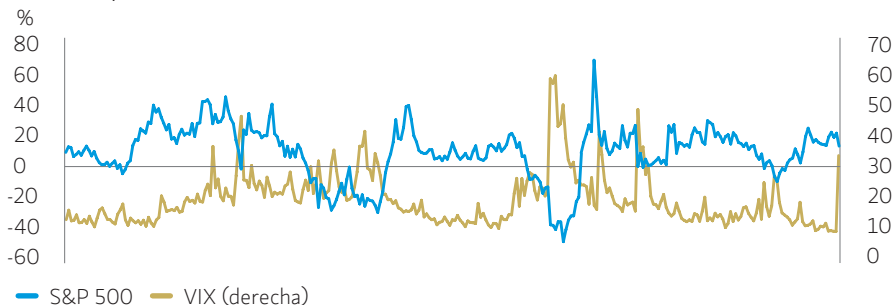


Fuente: Bloomberg, Datastream. Datos a 8 de febrero de 2018. Las rentabilidades reales estadounidenses se basan en los bonos del Tesoro a 10 años ajustados por la inflación real, que se basa en el índice de precios de consumo (IPC).

**FIGURA 3**

### La cotización de las acciones y la volatilidad suelen moverse en direcciones opuestas

Interanual, anualizado



Fuente: Bloomberg, Datastream para el índice S&P 500® y el índice de volatilidad de mercado (VIX) del Chicago Board Options Exchange (CBOE). Datos a 8 de febrero de 2018. La rentabilidad de los índices se facilita con fines meramente ilustrativos y no pretende describir el rendimiento de una inversión concreta. **La rentabilidad pasada no es garantía de resultados futuros.** En la sección de Información importante figuran las definiciones de los índices.

<sup>1</sup> Volatility Index® (VIX®) del Chicago Board of Exchange (CBOE) mide la expectativa de volatilidad a 30 días en función de las volatilidades implícitas de una gama de opciones sobre el índice S&P 500.

<sup>2</sup> Los índices VSTOXX se basan en los precios de las opciones sobre el índice EURO STOXX 50 en tiempo real y están diseñados para reflejar las expectativas de volatilidad.

<sup>3</sup> Fuente: Bloomberg

por lo que los inversores que deseen protegerse contra un VIX al alza podrían verse tentados a cubrir su riesgo. Pero esto también agravaría la presión a la baja sobre el mercado bursátil (Figura 3).

### ¿Qué significa esto para la renta variable?

Las ventas masivas en renta variable redujeron los ratios PER a 12 meses, de más de 19,0 veces a unas 16,8 veces, dotando de mayor atractivo relativo a las valoraciones. Mientras tanto, vemos pocos factores que puedan detener el dinamismo económico global, salvo un fuerte aumento en los tipos de interés reales (en contraposición a los nominales) que podría impulsar al alza los costes de endeudamiento.

Esperamos que las rentabilidades de los bonos<sup>4</sup> suban por encima del 3%. Si alcanzan el 3% y la inflación aumenta al 2%, las rentabilidades reales serán del 1%. Con la media de las rentabilidades reales en el 1,6% en los últimos 20 años, no es un nivel elevado desde una perspectiva histórica. Además, al comparar las valoraciones y las rentabilidades reales, se observa que los ratios PER a futuro han aumentado notablemente más rápido que las rentabilidades reales en los últimos años. Esto sugiere que las rentabilidades reales podrían subir bastante más antes de ejercer presión sobre los ratios PER a futuro (Figura 4).

Si los tipos de interés aumentan con fuerza, las rentabilidades reales pueden cambiar rápidamente. Por ahora, en ausencia de un aumento repentino y sin repunte de la inflación, no consideramos que las rentabilidades reales suban más del 1,5%. Dado que los datos del Institute of Supply Management (ISM) alcanzaron recientemente máximos cíclicos, es poco probable que las rentabilidades reales en el rango de 1,0%-1,5% sean suficientes para desacelerar la economía (Figura 5).

**FIGURA 4**

### Las rentabilidades reales del 1,0%-1,5% no son suficientes para comprimir los múltiplos PER

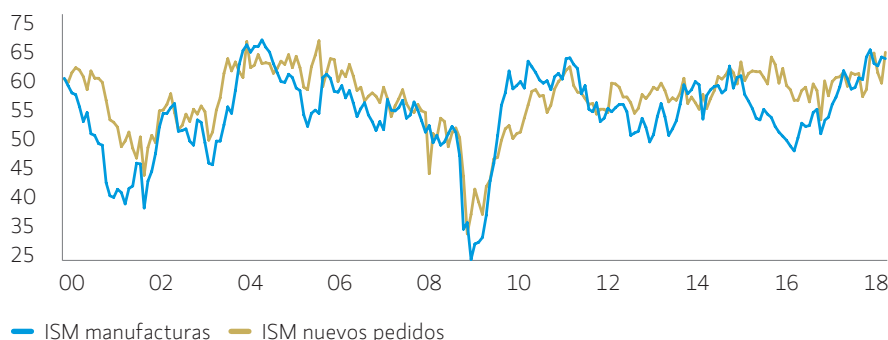


La rentabilidad de los índices se facilita con fines meramente ilustrativos y no pretende describir el rendimiento de una inversión concreta. **La rentabilidad pasada no es garantía de resultados futuros.** En la sección de Información importante figuran las definiciones de los índices. Las previsiones/estimaciones se basan en las condiciones actuales del mercado, están sujetas a cambios y podrían no cumplirse.

**FIGURA 5**

### Los nuevos pedidos repuntan con fuerza al alcanzar la producción manufacturera máximos cíclicos

Interanual, anualizado



Fuente: Bloomberg, DataStream. Datos a 8 de febrero de 2018. Índice S&P 500®. La información del ISM es proporcionada por el Institute for Supply Management. Los informes y más datos pueden encontrarse en el sitio web: <https://www.instituteforsupplymanagement.org>

### La política monetaria: Todo consiste en la gestión de las expectativas

A pesar de que un cambio inesperado en la política de la Fed podría provocar un aumento en los tipos de interés, el banco central otorga una gran importancia a la transparencia y la previsibilidad.

Ha dejado en claro que proyecta tres o cuatro alzas este año y tres el próximo año; podría decirse que el mercado

ha mostrado lentitud al descontar estas previsiones ya señaladas. Dado lo preocupados que están los bancos centrales por las consecuencias de sus acciones sobre los mercados, parece poco probable que la Fed, el Banco Central Europeo (BCE) o el Banco de Japón (BoJ) cambien drásticamente sus políticas declaradas.

La continua expansión cuantitativa en Japón y, en menor medida, en Europa puede suprimir las rentabilidades de

<sup>4</sup> Rentabilidades de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años

los bonos estadounidenses. Si bien creemos que los tipos probablemente experimentarán una tendencia al alza a partir de ahora, ese ritmo puede desacelerarse un poco cuando los tipos de interés alcancen el 3%, salvo un cambio inesperado en la política.

### Inflación: Cogiendo ritmo, pero lentamente

Como pronosticamos hace un año en nuestra Perspectiva de mercado titulada *Runaway Train*, el aumento de los salarios y los tipos de interés y el crecimiento acelerado están alimentando la presión inflacionaria. La Fed misma también es una fuente de presión, ya que actualmente está sujeta a un enorme exceso de reservas que podrían fluir hacia la economía estadounidense. La inflación puede sorprender al alza este año, tanto en términos del índice de precios de consumo (IPC) como de incrementos salariales.

Uno de los cambios importantes en la economía subyacente de Estados Unidos ha sido el crecimiento de la inversión en inmovilizado. No es sorprendente que esta inversión esté comenzando a potenciar la inflación salarial. La buena noticia es que este gasto empresarial también está comenzando a mejorar la productividad (Figura 6).

Tanto las valoraciones como la confianza del consumidor pueden estar en niveles altos, pero con rentabilidades reales estables, aumento de la productividad y valoraciones “normalizadas”, las perspectivas para la renta variable no son necesariamente negativas, siempre y cuando el crecimiento económico continúe.

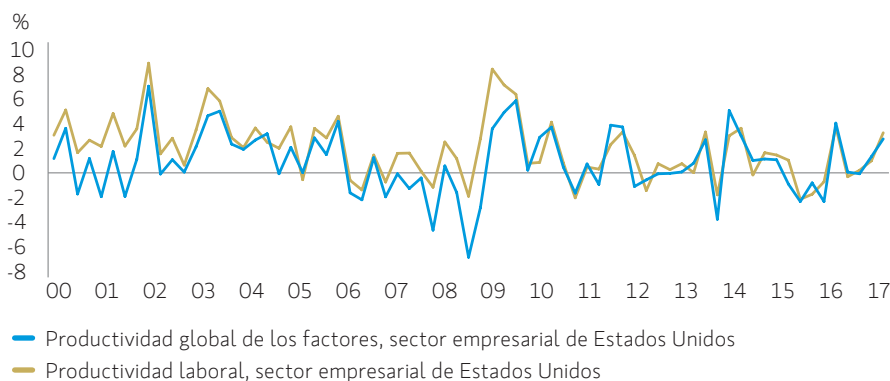
El mayor riesgo, sin embargo, es para los bonos. Además de los valores protegidos contra la inflación, los bonos cotizan en términos de rentabilidad nominal, más que de rentabilidad real.

Incluso si las rentabilidades reales no suben, —porque la inflación se mantiene a la par del aumento en las rentabilidades

**FIGURA 6**

### El crecimiento de la inversión en inmovilizado puede impulsar la inflación salarial, pero también aumentar la productividad

Tasa trimestral anualizada



Fuente: Banco de la Reserva Federal de Atlanta, Oficina de Análisis Económico. Datos a 8 de febrero de 2018. La Productividad global de los factores es una medida de la eficiencia de todas las aportaciones a un proceso de producción.

de los bonos— los precios de los bonos regulares sufrirán si las rentabilidades nominales avanzan.

### Europa: La apreciación del euro puede perjudicar a la gran capitalización

Aunque la economía de Europa está fortaleciéndose, existen algunas desventajas potenciales: Los aumentos de los tipos de interés más rápidos de lo esperado podrían provocar un repunte del euro, lo que podría perjudicar a las grandes compañías europeas que dependen de las exportaciones. Sin embargo, las compañías pequeñas y medianas están menos expuestas a la apreciación del euro

En Europa, como en Estados Unidos, es probable que los mayores tipos de interés afecten adversamente a los inversores que buscan rendimientos. No obstante, en Europa, la inflación puede ser más moderada, pues la apreciación de la divisa suele disminuir la inflación nacional. La apreciación del euro también reduciría la presión sobre el BCE para elevar los tipos de interés más rápido de lo esperado.

### Japón: Es probable que continúe la expansión cuantitativa

La expansión cuantitativa sostenida en Japón ha mantenido los tipos de interés en niveles bajos y la inflación parece moderada. El BoJ quiere alentar un cierto

nivel de inflación, el cual ha sido difícil de lograr por la fortaleza del yen. El deseo de Japón de compensar la revalorización del yen parece sugerir que continuará con su programa de expansión cuantitativa. Al igual que en Europa, es probable que las compañías de pequeña capitalización en Japón se beneficien más del crecimiento económico que las compañías de gran capitalización impulsadas por las exportaciones.

### China: Aún bajo control

El gobierno chino parece tomarse bastante en serio el exceso de apalancamiento y ha cerrado negocios no rentables. Esto tiende a paralizar el crecimiento en términos nominales, pero puede aumentar la rentabilidad a largo plazo. El yuan chino se ha fortalecido ligeramente hasta hace muy poco, lo que puede reflejar una decisión política para reducir la presión de Estados Unidos sobre las cuestiones comerciales.

### Mercados emergentes: Beneficiarios del crecimiento global

Es probable que los mercados emergentes sigan beneficiándose del fuerte crecimiento global. Existe una tendencia del sector de la energía a prosperar en esta etapa del ciclo económico. Con los precios de la energía en niveles estables, es razonable

esperar un crecimiento positivo para los mercados emergentes con mayor exposición a la energía.

### **Los riesgos políticos permanecen**

Es probable que continúen los riesgos políticos significativos en los mercados emergentes, especialmente en América Latina. Las elecciones en Brasil, México y Venezuela podrían tener un efecto desestabilizador debido a que algunos de los candidatos se postulan en plataformas populistas y la política doctrinaria podría afectar a la economía. Las tensiones en la península de Corea parecen estar disminuyendo gracias al proceso de diálogo más constructivo. Si bien los riesgos políticos han disminuido en Europa, es probable que se intensifiquen en Estados Unidos

a medida que las disputas partidistas se acrecienten según se aproximen las elecciones de mitad de mandato.

### **Resumen: Esperamos volatilidad en un contexto de crecimiento global**

La fuerte corrección del mercado de febrero confirmó las sorpresas que pronosticamos en inflación y volatilidad. Sin embargo, no consideramos que existan razones para preocuparse demasiado por la renta variable, siempre y cuando la economía de Estados Unidos continúe avanzando al ritmo actual.

El mayor riesgo es para los bonos. El incremento de los salarios, el aumento de los tipos de interés y el mayor crecimiento están alimentando las presiones inflacionarias. Sin embargo,

debido a que la inflación tarda tiempo en materializarse, no esperamos que se acelere hasta el próximo año. Además de los valores protegidos contra la inflación, los bonos cotizan en términos de rentabilidad nominal, más que de rentabilidad real. Incluso si las rentabilidades reales no suben, —porque la inflación se mantiene a la par del aumento en las rentabilidades de los bonos— los bonos regulares podrían sufrir si las rentabilidades nominales avanzan.

Para el resto de 2018, esperamos una continuación del crecimiento económico global y de los beneficios corporativos. Claramente, parece que estamos llegando al final del estancamiento secular.



### CONSIDERACIONES SOBRE RIESGOS

No existe garantía de que la Estrategia vaya a alcanzar su objetivo. Las carteras están expuestas al riesgo de mercado, que es la posibilidad de que las valoraciones 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 se pagó por ellas. En consecuencia, su inversión en esta cartera podrá comportar pérdidas. Tenga en cuenta que esta estrategia podrá estar sujeta a determinados riesgos adicionales. Existe un riesgo de que la **metodología de asignación de activos y los supuestos** del asesor con respecto a las carteras subyacentes puedan ser incorrectos a la luz de las condiciones reales del mercado, por lo que la cartera podría no alcanzar su objetivo de inversión. Los precios de las acciones suelen presentar volatilidad y existe una posibilidad significativa de pérdida. Las inversiones de la cartera en bonos **vinculados a las materias primas** implican riesgos sustanciales, incluido el riesgo de perder una parte significativa del valor del capital principal. Además de los riesgos ligados a las materias primas, estas inversiones pueden estar sujetas a otros riesgos específicos, como el riesgo de pérdida de interés y del capital principal, la ausencia

de mercado secundario y el riesgo de una mayor volatilidad, los cuales no afectan a los títulos tradicionales de renta variable o de renta fija. Las **fluctuaciones de las divisas** podrían minorar las ganancias de inversión o acentuar las pérdidas de inversión. Los **títulos de renta fija** están sujetos a la capacidad del emisor de realizar puntualmente los pagos del principal e 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. Los **títulos de renta variable y extranjeros** suelen ser más volátiles que los títulos de renta fija y están supeditados a riesgos de divisa, políticos, económicos y de mercado. La valoración de los títulos de renta variable también fluctúa en respuesta a actividades propias de una compañía. 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** presentan numerosos riesgos similares a los de 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 la de los títulos subyacentes. Los **instrumentos derivados** pueden ser ilíquidos, podrían incrementar las pérdidas de forma desproporcionada y tener un impacto potencial ampliamente negativo en la rentabilidad de la cartera. Un **contrato a plazo de divisa** es una herramienta de cobertura que no implica ningún pago inicial. El uso del **apalancamiento** puede incrementar la volatilidad de la cartera. La **diversificación** no le protege frente a las pérdidas incurridas en un mercado concreto, aunque le permite repartir el riesgo entre varias clases de activos.

## DEFINICIONES

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 cedente de la licencia correspondiente. Los cedentes de licencia de los índices 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 de volatilidad de mercado (VIX®) del Chicago Board Options Exchange (CBOE)** muestra la expectativa del mercado con respecto a la volatilidad a 30 días. Los **productos cotizados** son un tipo de título que cotiza mediante componentes derivados y que negocia intradía en un mercado bursátil nacional. La cotización de los productos cotizados se deriva de otros instrumentos de inversión, como una materia prima, una moneda, un precio de acción o un tipo de interés. La **ratio precio/beneficio (PER)** es el precio de una acción dividido entre sus beneficios por acción. Denominado en ocasiones “el múltiplo”, la PER da a los inversores una idea de cuánto están pagando por la capacidad de obtención de beneficios de una compañía. Cuanto más alta sea la PER, más estarán pagando los inversores y, por lo tanto, mayor crecimiento de los beneficios esperarán. El **índice S&P 500®** mide la rentabilidad del segmento de gran capitalización del mercado de renta variable estadounidense, cubriendo aproximadamente el 75% de dicho mercado. El índice incluye 500 compañías punteras de sectores líderes de la economía estadounidense. La **volatilidad** se mide calculando la desviación típica de las rentabilidades anualizadas durante un periodo determinado. Muestra el intervalo dentro del cual el precio de un título puede aumentar o disminuir. El **Volatility Index (VIX)** es el símbolo del índice de volatilidad de mercado del Chicago Board Options Exchange, un indicador popular de la volatilidad implícita de las opciones sobre el índice S&P 500. Representa un indicador de la volatilidad del mercado bursátil prevista por el mercado durante el próximo periodo de 30 días. El VIX se presenta en puntos porcentuales e ilustra, aproximadamente, el movimiento previsto en el índice S&P 500 durante el próximo periodo de 30 días, que posteriormente se actualiza. El **índice Euro Stoxx 50 Volatility (VSTOXX)**, que es el “VIX europeo” mide la volatilidad implícita de las opciones a corto plazo sobre el índice EuroStoxx 50 (índice de acciones de primera categoría de la zona euro con opciones y futuros muy líquidos). Al igual que el VIX, el VSTOXX se calcula a partir de dos meses de vencimiento, interpolados para obtener un vencimiento constante a 30 días. El **índice de precios de consumo (IPC)** es una medida que examina el promedio ponderado de los precios de una cesta de bienes y servicios de consumo, como transporte, alimentos y atención sanitaria. El IPC se calcula tomando los cambios de precio para cada artículo incluido en la cesta de bienes predeterminada y promediándolos; los bienes se ponderan según su importancia. Los cambios en el IPC se utilizan para evaluar los cambios de precios asociados con el coste de la vida. La **rentabilidad** es la tasa de rendimiento porcentual anual obtenida de un título.

## 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 de 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 todas las estrategias y productos que ofrece la compañía.

Las previsiones o las estimaciones que se facilitan en el presente documento pueden variar y no llegar a materializarse. La información relativa a las rentabilidades de mercado previstas y a las perspectivas del mercado se basa en la investigación, el 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 de equipo de gestión de la cartera y se basan en el estado de los asuntos tratados en

el momento de su elaboración y en ninguna fecha posterior; tales puntos de vista y opiniones no se actualizarán ni se revisarán de otro modo para recoger información que pase a estar disponible más adelante ni circunstancias o cambios posteriores a la fecha del presente documento.

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 informativos y educativos, y no constituye una oferta o 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, se aconseja a los inversores que consulten a un asesor jurídico y financiero independiente que les informe sobre las consecuencias fiscales de dicha inversión.

**La rentabilidad pasada no es garantía de resultados futuros. Los diagramas y gráficos del presente documento se proporcionan con fines meramente ilustrativos.**

Esta comunicación no es un producto del Departamento de Análisis de Morgan Stanley y no debe considerarse recomendación de 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 sobre 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 se debe distribuir entre estas personas.

No existen garantías de que una estrategia de inversión funcione en todas las condiciones de mercado, por lo que cada inversor debería evaluar su capacidad para invertir a largo plazo, especialmente en periodos de caídas del mercado. Antes de invertir, los inversores deben consultar minuciosamente el documento de oferta correspondiente del producto. Hay importantes diferencias 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 del 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 lo más adecuado 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, deben estudiarse 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, deben estudiarse 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 ha sido emitido por 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 ha sido revisado ni aprobado por ninguna autoridad reguladora, incluida 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: Esta comunicación comercial la emite Morgan Stanley Investment Management Limited ("MSIM"). Autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera. Número de registro en Inglaterra: 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 cedente de la licencia correspondiente. Los cedentes de licencia de los índices no patrocinan, respaldan, venden ni promocionan en modo alguno ningún producto basado en índices, por lo que no tendrán responsabilidad alguna a este respecto.

Todas las inversiones entrañan riesgos, incluida la posible pérdida del principal. 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, se aconseja a los inversores que consulten a un asesor jurídico y financiero independiente que les informe sobre las consecuencias fiscales de dicha inversión.

Los puntos de vista y las opiniones que se expresan en el presente documento son los del equipo de gestión de carteras en la fecha de su redacción o presentación y pueden variar en cualquier momento debido a las condiciones de mercado, económicas o de otra índole y podrían no llegar a materializarse. Estos comentarios no representan las opiniones y puntos de vista del conjunto de la compañía. Los diagramas y gráficos del presente documento se proporcionan con fines meramente ilustrativos.

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 dicha utilización y distribución se lleve a cabo de conformidad con las leyes y los reglamentos aplicables. MSIM no será responsable del uso o el uso inapropiado del presente documento por cualesquiera tales intermediarios financieros y declina toda responsabilidad al respecto. Si es usted distribuidor de Morgan Stanley Investment Funds, algunos fondos o todos ellos, o participaciones de fondos concretos, podrían estar disponibles para su distribución. Consulte estos datos en su acuerdo de subdistribución antes de remitir información sobre fondos a sus clientes.

No podrá reproducirse, copiarse o transmitirse la totalidad o parte del presente documento y tampoco podrá divulgarse su contenido a terceros sin el consentimiento expreso previo de MSIM.

Toda la información que figura en el presente documento tiene carácter privado y cuenta con la protección de las leyes de 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)**