

# Tira y afloja

“Cómo dejé de preocuparme por la inflación y aprendí a amar los aranceles”

– Adaptado de “¿Teléfono rojo? Volamos hacia Moscú.”

SOLUTIONS & MULTI-ASSET | GLOBAL BALANCED RISK CONTROL | PERSPECTIVA MACROECONÓMICA | AGOSTO DE 2019

Los aranceles, por definición, incrementan los costes de los bienes, por lo que es de esperar que impliquen una mayor inflación. Sin embargo, durante la reciente guerra comercial entre Estados Unidos y China, la inflación estadounidense ha descendido.

## Por qué los aranceles no han incrementado la inflación

Para explicar esta aparente paradoja, analizamos los factores que entran en juego. Concluimos que existe un tira y afloja entre los efectos ostensiblemente inflacionarios de los aranceles y su impacto deflacionario indirecto, pues han ralentizado el crecimiento global, fortalecido el USD y mermado la demanda de materias primas.

El gobierno de Trump comenzó a aplicar aranceles en marzo de 2018. Hasta la fecha, se han aplicado aranceles a bienes valorados en 250.000 millones de USD, lo cual ha reducido el peso de China en el total de las importaciones estadounidenses, del 20% tradicional al 17,5%.<sup>1</sup> A finales de 2018, más del 46% de las importaciones chinas estaban supeditadas a aranceles.

Sin embargo, Estados Unidos ha registrado una tendencia bajista tanto en la inflación general como en la inflación subyacente desde julio de 2018. La tendencia es especialmente evidente en el caso de la inflación general de Estados Unidos (*Gráfico 1*), que cayó al 1,6% en junio de 2019.<sup>2</sup>

AUTOR



**ANDREW HARMSTONE**

Managing Director

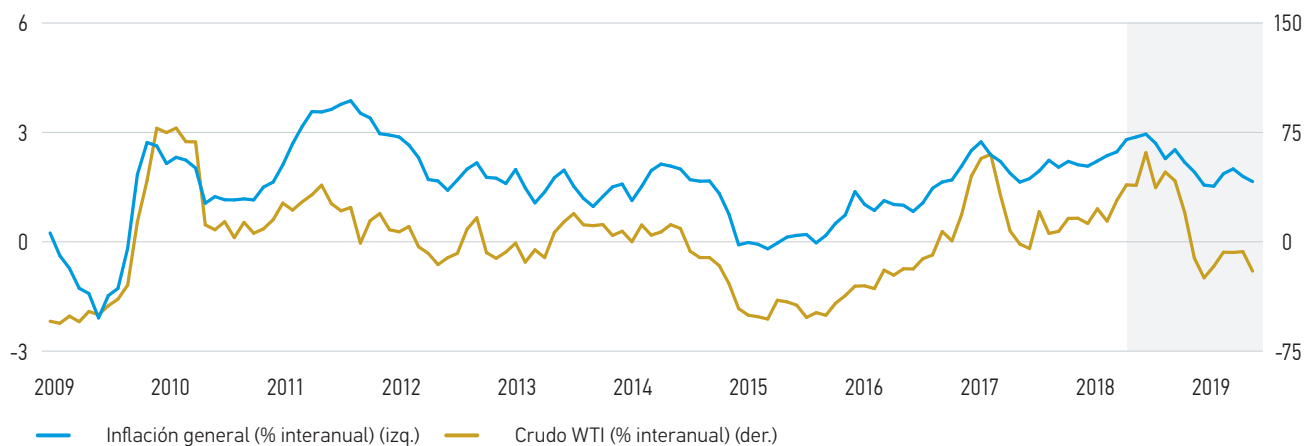
Andrew es gestor y responsable de la estrategia Global Balanced Risk Control (GBaR). Se incorporó a Morgan Stanley en 2008 y cuenta con más de 30 años de experiencia en el sector.

<sup>1</sup> Fuente: Oficina del Censo de Estados Unidos, datos a 31 de mayo de 2019.

<sup>2</sup> Datastream.

## GRÁFICO 1

## Dos tendencias bajistas recientes



Fuente: Datastream, datos a 30 de julio de 2019

### Por un lado: aranceles y crecimiento de los salarios

Si comparamos la variación interanual de los precios de las importaciones, comprobamos que el precio tras cánones que pagan los importadores estadounidenses efectivamente subió tras la aprobación de cada ronda de aranceles, mientras los sectores no supeditados a aranceles no registraron subidas. Un estudio reciente<sup>3</sup> estima que los precios del sector manufacturero estadounidense nacional subieron un 1,1% en 2018 con motivo de los aranceles, por dos vías:

- 1. LOS INSUMOS:** Un aumento de los precios por el incremento de los costes de los bienes intermedios importados
- 2. EL PRODUCTO:** Decisiones sobre precios tomadas por los productores en respuesta a los aranceles, incluidas subidas por los productores nacionales que desean igualarse con los bienes con aranceles de mayor precio

Al mismo tiempo, el crecimiento de los salarios lleva desde 2016 trazando una tendencia alcista por lo restringido del mercado de trabajo. El índice de costes laborales se encuentra próximo a un crecimiento interanual del 3%, su nivel más alto desde la crisis financiera global.

Si todo lo demás permanece igual, es de esperar que dicha circunstancia impulse las presiones inflacionarias.

### Por otro lado: solidez del USD y debilidad del petróleo

Las presiones inflacionarias de los aranceles y el crecimiento de los salarios se han visto contrarrestadas por la solidez general del USD y el abaratamiento del petróleo. El índice del USD (DXY) se encuentra un 5,9% por encima de sus niveles de junio de 2018.

Al mismo tiempo, el crudo West Texas Intermediate (WTI) se ha abaratado un 17,4% desde finales de junio de 2018, registrando su mayor caída en el último trimestre de 2018, momento en que se debilitaron las expectativas de crecimiento económico (Gráfico 1).

El efecto inflacionario de los aranceles también se vio moderado en parte por el hecho de que las dos primeras tandas no incluyeran bienes de consumo y estos solo supusieran el 25% de la tercera oleada. Al recaer la mayoría de los aranceles en bienes intermedios, que habitualmente forman parte de productos acabados, los productores han logrado proteger a los consumidores absorbiendo parte del aumento de los precios.

Además, aunque los precios de los bienes intermedios se han incrementado, suponen tan solo un pequeño porcentaje del índice de precios de producción (IPP). Los precios de los servicios, que suponen en torno al 60% del IPP en Estados Unidos, han presentado una estabilidad significativa. Los precios de las importaciones estadounidenses, que guardan una sólida relación positiva con el IPP de China, han descendido un 2,0% interanual, a junio de 2019 (Gráfico 2). La falta de inflación importada también está imprimiendo un efecto moderador en el conjunto del IPP estadounidense (Gráfico 3).

Los precios de las importaciones estadounidenses han descendido por diversos factores:

- **IPP DEL SECTOR MANUFACTURERO DE CHINA:** El descenso de los precios de las importaciones estadounidenses ha coincidido con una corrección significativa del IPP del sector manufacturero de China, que cayó del 4,6% interanual de junio de 2018 al 0% interanual en junio de 2019 (su punto más bajo en 3 años). Esta tendencia es en gran medida reflejo de la persistente debilidad de la demanda industrial.

<sup>3</sup> Mary Amiti, Stephen J. Redding y David Weinstein, para la Oficina Nacional de Análisis Económico. "The Impact of the 2018 Trade War on U.S. Prices and Welfare". Marzo de 2019. [www.nber.org/papers/w25672](http://www.nber.org/papers/w25672)

- **DEBILITAMIENTO DEL RENMINBI (RMB):** La combinación de un USD más sólido y un RMB más débil también ha amortiguado el efecto neto de los aranceles. Las subidas del pasado año del USD continúan limitando los precios subyacentes de las importaciones, mientras que la depreciación en un 7% del RMB frente al USD de los últimos 12 meses ha contribuido a compensar el valor nominal de los aranceles chinos.

Ante esta situación, la resiliencia del consumo estadounidense se ha visto impulsada en mayor medida por el bajo desempleo y los amplios aumentos de los salarios. De manera indirecta, Estados Unidos ha tenido suerte por el efecto del factor tiempo: el debilitamiento del crecimiento global (que ha contribuido a la deflación del IPP) y la solidez del USD han servido para contrarrestar el impacto de los aranceles.

### Y ahora, ¿qué?

Mientras no repunte la demanda industrial, es probable que el efecto de los aranceles sobre la inflación siga siendo moderado. Además, los últimos datos sugieren que la actividad industrial sigue ralentizándose en todo el mundo, en especial, en regiones orientadas al comercio. A finales de junio, los pedidos de maquinaria japonesa habían descendido un 38% interanual, un ritmo de deceleración inaudito desde octubre de 2008. La actividad industrial alemana ha caído hasta su punto más bajo en siete años y el PMI del sector manufacturero correspondiente a julio cedió hasta 43,1.

Por su parte, las compañías están comenzando a percibir presiones sobre sus márgenes por el aumento de los costes laborales y de los insumos. Tras años de sólidos márgenes del entorno del 20% o superiores, parece que la posibilidad de que los márgenes se expandan es escasa (Gráfico 4). Si bien comenzaron con una base de márgenes robustos, diversas compañías del índice S&P 500 señalaron en sus publicaciones de resultados del segundo trimestre de 2019 presiones sobre sus márgenes

por el aumento de los costes laborales y el encarecimiento de los insumos materiales.<sup>4</sup>

Para proteger los márgenes, las compañías tienen dos opciones: subir los precios, si confían en las perspectivas de crecimiento, o reducir costes. Según los últimos datos del PMI, la confianza de las compañías y las previsiones de inversión en inmovilizado, la segunda de ambas opciones parece la más probable a corto plazo.

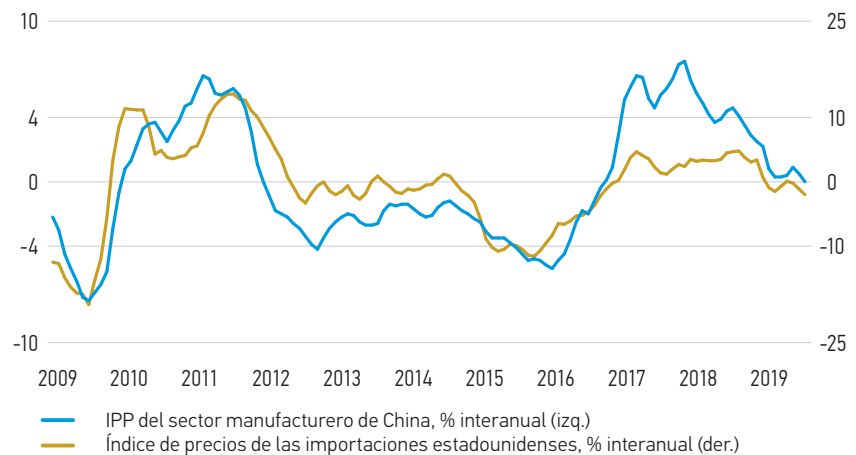
### Una Reserva Federal moderada y otros factores

Si no se hubieran aplicado aranceles, tendríamos un crecimiento mucho más sólido y mayor inflación y la Reserva Federal no estaría bajando los tipos. Por tanto, a pesar de su efecto inflacionario directo, los aranceles también son indirectamente deflacionarios, pues están pesando sobre el crecimiento.

Los inversores esperan que la política acomodaticia de la Reserva Federal logre

### GRÁFICO 2

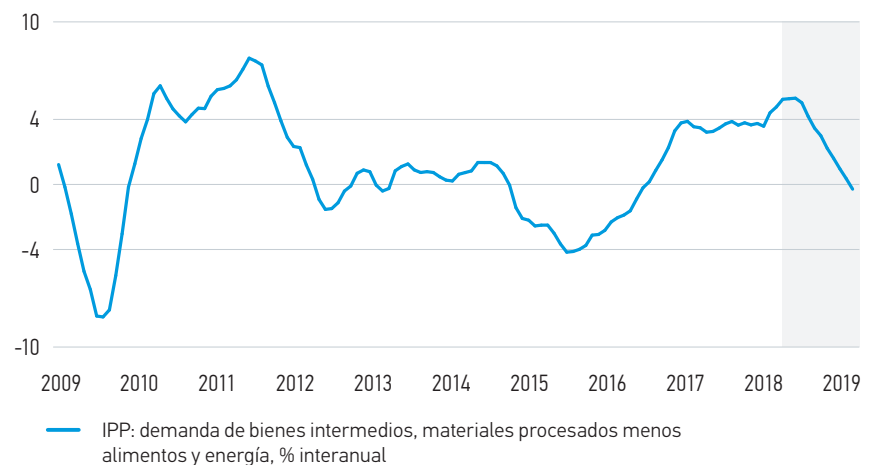
Los precios de las importaciones estadounidenses siguen de cerca la evolución del IPP de China. . .



Fuente: Bloomberg, Datastream. Datos a 30 de julio de 2019.

### GRÁFICO 3

. . . por lo que el descenso de los precios en China está conteniendo el efecto de los aranceles



Fuente: Oficina de Estadísticas de Empleo, datos a 30 de julio de 2019.

<sup>4</sup> Fuente: Factset.

que las compañías vuelvan a invertir, aliviando así las presiones deflacionarias actuales. Además, el presidente Trump sigue presionando de manera agresiva para que la Reserva Federal se muestre más acomodaticia, a pesar de ser un organismo independiente. Las próximas elecciones en Estados Unidos también podrían incidir en la política fiscal. Si el crecimiento económico sigue siendo lento, la administración tendrá un acicate político para aprobar algún tipo de incentivo fiscal.

La robustez del USD también ha lastrado el crecimiento. El esfuerzo de China para compensar los aranceles devaluando su moneda ha contribuido a la solidez del USD. De cara al futuro, hay otros dos factores que podrían seguir suponiendo presiones al alza para el USD: la incertidumbre en torno a la salida del Reino Unido de la Unión Europea y la creciente probabilidad de que Alemania entre en recesión. No obstante, con nuevas bajadas de los tipos, la Reserva Federal podría compensar estas presiones.

Los precios del petróleo también podrían contener el crecimiento si dejan atrás los mínimos del pasado año. El sector manufacturero sigue mostrando debilidad, pero siempre existe un riesgo de que se produzcan perturbaciones en los precios relacionadas con el petróleo (por ejemplo, si se recrudecen las tensiones con Irán) que podrían impulsarlos al alza.

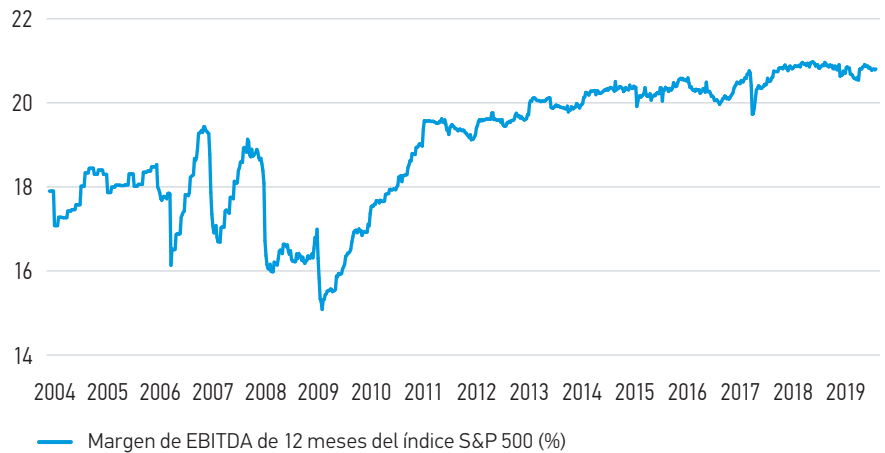
Es improbable que el crecimiento de los salarios provoque inflación salvo que se acelere el crecimiento en Estados Unidos. Por último, si el crecimiento termina cobrando impulso, las compañías tendrán que elevar la inversión para hacer frente a la demanda. Las presiones sobre los márgenes podrían, pues, obligarlas a repercutir todas las alzas de los costes al consumidor, en lugar de absorber ellas una parte.

### El riesgo de desequilibrio es demasiado alto

En condiciones normales, el aumento de los aranceles y de los salarios impulsaría las expectativas de alza de la

#### GRÁFICO 4

#### Márgenes corporativos: ¿rebotando contra un máximo?



Esta información se facilita con fines meramente ilustrativos y no pretende describir las características de una inversión concreta.

Fuente: IBES, datos a 30 de julio de 2019.

inflación. De hecho, han incrementado las presiones sobre los precios, pero no en una medida suficiente para compensar la debilidad del crecimiento global (concretamente, de China), el abaratamiento del petróleo, la solidez del USD y la absorción consciente por los fabricantes de las alzas de los precios de los bienes intermedios. Estos factores podrían revertirse con una actitud acomodaticia de la Reserva Federal y estímulos públicos, en clave electoral.

La rebaja actual de los tipos de la Reserva Federal podría, pues, entrañar riesgos de cara al futuro. Normalmente, los efectos económicos de las medidas de la Reserva Federal no son palpables hasta 12-18 meses después de su adopción. Durante ese periodo, algunos de los factores que han deprimido la inflación podrían disiparse o revertirse. Si la Reserva Federal va demasiado lejos en su respuesta a la débil inflación actual, podría verse obligada a dar marcha atrás de forma agresiva.

### Y el ganador es . . .

Esperamos que, a corto plazo, los factores que limitan la inflación se impongan en el tira y afloja actual, manteniendo la inflación entre el 1,6% y el 2,0%. La reciente amenaza del presidente Trump de imponer un arancel del 10% a los 300.000 millones de

USD restantes de importaciones chinas planteó un riesgo real de que la inflación llegue rápidamente a la economía, pues el 60% de esas importaciones son bienes de consumo. Sin embargo, los últimos datos macroeconómicos más recientes siguen destacando las sólidas tendencias deflacionarias de los precios de producción (el IPP cedió un 0,3% y un 0,6% interanual en julio en China y Japón, respectivamente). Por el momento, las perturbaciones deflacionarias sobre la demanda siguen pesando más que el impacto inflacionario de los aranceles. Dicho esto, es improbable que las tensiones arancelarias vayan a disiparse, pero sí pueden subir y caer sustancialmente.

En vista de esta situación, la falta de catalizadores fundamentales y otro revés para la confianza de las compañías, mantenemos un posicionamiento defensivo con una exposición relativamente baja a renta variable.

Por tanto, aunque puede que los inversores no “amen” los aranceles, al menos su efecto inflacionario parece actualmente moderado, dados los demás factores que entran en juego.

## 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 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 de costes laborales es una serie económica trimestral que publica la Oficina de Estadísticas de Empleo en Estados Unidos y que detalla el crecimiento de la retribución total de los trabajadores en dicho país. El dólar estadounidense (USD) es la moneda de curso legal en los Estados Unidos de América. El índice del USD (DXY) es un índice del valor del USD con respecto a una cesta de divisas, a menudo denominada "cesta de monedas de los socios comerciales de Estados Unidos". El renminbi (RMB) es la moneda oficial de China. 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 de los análisis de inversiones y no está sujeta a ninguna prohibición de negociación antes de la difusión de 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, Dublin 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, 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/ím 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:** 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) a "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 financiera 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 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 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 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 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 de este documento y tampoco podrá divulgarse su contenido a terceros sin el consentimiento expreso por escrito de MSIM.

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.

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