

Morgan Stanley

INVESTMENT MANAGEMENT

THE **BEAT** | Renta fija | Renta variable | Inversiones alternativas | Transición

Perspectiva anual para 2025



Índice

3

Cómo invertir en un mercado con valoraciones plenas

5

El mercado alcista madura ante el optimismo

7

En renta fija, el crédito titulado podría ser el segmento de mejor rendimiento

9

Fatiga de los estímulos: China no puede basar su recuperación en parches

12

El impacto potencial de la IA generativa para los mercados privados



The BEAT es una publicación mensual, anteriormente llamaba Monthly Market Monitor, que conecta los eventos que se producen en los mercados con las carteras de los inversores, abarcando renta fija, renta variable, inversiones alternativas e inversiones de transición (i.e., el efectivo y los equivalentes de efectivo que mantienen los inversores mientras deciden a qué otras clases de activos "transicionar").

Portfolio Solutions Group

Nuestros cinco temas clave para 2025

El entorno de inversión con el que empieza 2025 es muy interesante. Los mercados de renta variable y de renta fija parecen haber colmado las valoraciones y la victoria del partido republicano en las dos cámaras parlamentarias estadounidenses podría tener consecuencias globales. China sigue teniendo dificultades para salir a flote, al tiempo que la IA podría ofrecer oportunidades significativas en el área de la inversión alternativa. Portfolio Solutions Group valora cinco áreas clave de cara a 2025.

1 Cómo invertir en un mercado con valoraciones plenas

Jim Caron

CEO, Portfolio Solutions Group

Los inversores rara vez se ponen de acuerdo en un precio concreto, ya que, al fin y al cabo, en todos los precios intervienen un comprador y un vendedor. Sin embargo, de cara a 2025, la mayoría de los inversores coinciden en un punto: las valoraciones del mercado parecen plenas y no son muchos los inversores que consideran que los activos están baratos. Esta es la realidad en los casos de la renta fija y de la renta variable, las clases de activos que más se negocian. Así pues, la pregunta que se hace el equipo sobre 2025 es la siguiente: ¿cómo se invierte en un mercado con valoraciones plenas? La respuesta sencilla es mediante la optimización de la selección de activos e inversiones en las carteras, pues sus aportaciones a la rentabilidad pueden suponer una diferencia mayor que en los últimos años. En otras palabras, se debe priorizar el alfa sobre la beta.

2 El mercado alcista madura ante el optimismo

Andrew Slimmon

Responsable de Applied Equity Advisors

El 30 de septiembre de 2022, el S&P 500 registró una corrección a la baja del 25% con respecto a comienzos de año. Sin embargo, históricamente, las correcciones del -25% han generado *excelentes oportunidades de compra*. Ese fue el caso para el período siguiente, ya que la rentabilidad interanual del S&P al cierre de septiembre de 2023 ascendió al 20% y 2024 se comportó de la misma manera, consolidando el *segundo año consecutivo* de este mercado alcista. En este momento, nos adentramos en la "fase de optimismo" del mercado alcista o "bull", en la que el equipo espera que los inversores se muestren incluso más optimistas que en los dos últimos años. La última parte de un mercado alcista, antes del siguiente mercado bajista, es la "fase de la euforia", y es ahí donde radica el peligro, pero eso llegará más adelante. Prepárese para disfrutar 2025.

3 En renta fija, el crédito titulado podría ser el segmento de mejor rendimiento

Vishal Khanduja, CFA

Responsable de Broad Markets Fixed Income

La visión central del equipo de cara a 2025 se basa en la consideración de que la política monetaria superará las expectativas actuales del mercado, impulsada por un crecimiento moderado y una tendencia desinflacionaria agitada, pero persistente. Si bien el caso base sigue estando sujeto a los datos que se irán conociendo, el entorno posterior a las elecciones estadounidenses también hace que dependa cada vez más de las políticas que se adopten. El equipo prevé que, en caso de materializarse una moderación fiscal y subir los aranceles, la presión sobre las rentabilidades aumentará, se pronunciarán las curvas de tipos y las primas de riesgo subirán, impulsando en última instancia los tipos terminales al alza. No obstante, también se considera que los mercados descuentan actualmente la cara restrictiva de ese caso base. Por otra parte, la moderación de la política monetaria, combinada con un consumo sólido, balances corporativos robustos y una saludable apetito de riesgo por parte de los inversores, debería ser un buen presagio para el conjunto de los sectores de la renta fija. En general, el equipo cree que las mejores oportunidades se encontrarán en el área del crédito titulado, particularmente en las titulaciones hipotecarias estadounidenses.

4

Fatiga de los estímulos: China no puede basar su recuperación en parches

Jitania Kandhari

Deputy CIO de Solutions and Multi-Asset Group, responsable de análisis macro y temático del equipo Emerging Markets Equity, gestora de carteras principal adjunta, Passport Equity

Desde septiembre, los responsables de la política monetaria china se han centrado en desplegar una serie de paquetes de estímulos con el fin de inyectar algo de vida en su maltrecha economía e impulsar las cotizaciones de las acciones. Sin embargo, los altos niveles de endeudamiento, el exceso de inversión, una burbuja inmobiliaria todavía sin resolver, el deficiente consumo interno y las presiones comerciales internacionales son factores que contribuyen a las debilidades estructurales de la economía china y que los paquetes de estímulos por sí solos no pueden resolver. Las lecciones extraídas de otras economías altamente endeudadas sugieren que el camino hacia la estabilidad pasa por eliminar la deuda de mala calidad, bien vía cancelación, bien vía reestructuración, seguido de una posterior recapitalización bancaria. Este enfoque es innegablemente doloroso, pero, sin medidas drásticas, los paquetes de estímulos seguirán brindando tan solo un alivio fugaz. Para que la economía china goce de salud duradera, se deben llevar a cabo transformaciones más profundas.

5

El impacto potencial de la IA generativa para los mercados privados

Steve Turner

Responsable de selección de inversiones de Portfolio Solutions Group

Se espera que el impacto potencial de la inteligencia artificial (IA) generativa en el rendimiento del mercado privado sea un tema clave en 2025. Si bien se prevé que el 'private equity' participe vía inversión tanto en las compañías específicamente de IA como en aquellas que se apalancan en sus aplicaciones para tratar de elevar sus ingresos y su rentabilidad, el equipo es consciente de que algunas de las oportunidades más tempranas se pueden identificar en el área de las infraestructuras privadas. En esta línea, dos temas clave relacionados con las infraestructuras que impulsan esta evolución son la digitalización de la sociedad y las economías, y la transición energética global. Estos dos temas de enorme relevancia se interrelacionan en la medida en que la necesidad de datos conduce a una mayor demanda energética, lo cual se está traduciendo en amplias oportunidades de inversión.



Cómo invertir en un mercado con valoraciones plenas

Los inversores rara vez se ponen de acuerdo en un precio concreto, ya que, al fin y al cabo, en todos los precios hay un comprador y un vendedor. Sin embargo, de cara a 2025, la mayoría de los inversores coinciden en un punto: las valoraciones del mercado parecen plenas y no son muchos los inversores que consideran que los activos están baratos. Esta es la realidad en los casos de la renta fija y de la renta variable, las clases de activos que más se negocian.

Así pues, la pregunta que se hace el equipo sobre 2025 es la siguiente: ¿cómo se invierte en un mercado con valoraciones plenas? La respuesta sencilla es mediante la optimización de la selección de activos e inversiones en las carteras, pues sus aportaciones a la rentabilidad pueden suponer una diferencia mayor que en los últimos años. En otras palabras, se debe priorizar el alfa sobre la beta. ¡A por ello!

BONOS: EL MAYOR RETO, SÍ, PERO PUEDE QUE LA MEJOR OPORTUNIDAD

Los bonos plantean el mayor reto porque su rentabilidad esperada y sus valoraciones responden a la telegrafada senda de los tipos oficiales. La mayor parte de las rentabilidades de los bonos procede de la duración, es decir, de su sensibilidad a la variación de los tipos de interés. De hecho, más del 80% de las rentabilidades registradas por los bonos del índice Bloomberg Aggregate Bond durante los últimos 40 años podría atribuirse a la duración. En cuanto al resto de la rentabilidad, la mayor parte procede del cupón, y una pequeña proporción viene de la convexidad.

Dado que se espera que la Reserva Federal recorte los tipos de interés, el mercado ya ha descontado gran parte de la rentabilidad de los bonos. Además, los diferenciales de crédito se encuentran próximos a mínimos históricos, por lo que los inversores pasivos apenas pueden obtener excedente de rentabilidad de la renta fija.

Sin embargo, aquí es donde surge la oportunidad: si bien es cierto que existen grandes retos para los inversores pasivos en renta fija que se basan principalmente en la beta para impulsar los rendimientos, sucede lo contrario en el caso de aquellos que invierten en estrategias de renta fija con una gestión activa. Estos inversores activos dependen menos del ciclo de los tipos de interés, o la beta, para impulsar sus resultados. Por contra, se basan más en la selección de activos y de inversiones.

Dado que la mayoría de los inversores en renta fija tiende a emplear estrategias pasivas, el equipo considera que los que utilizan estrategias de gestión activa tienen una gran oportunidad de incorporar alfa a sus atribuciones de rentabilidad y de diferenciarse.

RENTA VARIABLE: MÁS RELACIONADO CON LOS FACTORES Y EL ALFA QUE CON LA BETA

En línea con el tema del equipo para 2025, las valoraciones son el quid del debate en torno a la renta variable. Estas se miden a menudo en base a los múltiplos

precio-beneficio (PER), actualmente elevados y con valoraciones aparentemente plenas, lo que significa que puede resultar difícil que las rentabilidades de la renta variable procedan principalmente de una subida de múltiplos



Como resultado, el equipo espera que el alfa, que no la beta, se convierta en una fuente mayor de rentabilidad. Quizás esta evolución se vea alimentada por aquellos sectores de valor de la 'vieja' economía que buscan beneficios en los sectores tecnológicos de la 'nueva' economía, a medida que el Capex, la IA y la electrificación aumenten la productividad en sectores cíclicos y más generales de la economía.



Jim Caron
CEO, Portfolio Solutions Group

en general, o de la beta, en los mercados bursátiles. Por supuesto, es cierto que es posible que los múltiplos aumenten, pero para que esto ocurra sería necesaria alguna forma de “exuberancia irracional”. Numerosos analistas consideran que valoraciones de 22 veces los beneficios es un listón muy alto para superarlo de forma sostenible en las condiciones actuales, y el equipo está de acuerdo con ellos.

Las valoraciones en los mercados de renta variable suelen depender de tres variables: el nivel de los tipos de interés, el coste del crédito y los riesgos de impago y la composición del propio índice; es decir, si el índice está más ponderado hacia valores con un PER más alto o más bajo. Dado que el impulso de los tipos de interés a la baja ya ha ocurrido y la curva de tipos se está pronunciando, las ganancias de la renta variable basadas en la expansión de los múltiplos pueden perder fuerza. Por tanto, es posible que la subida de las cotizaciones pase a depender más de los beneficios del mercado en general.

Como resultado, el equipo espera que el alfa, que no la beta, se convierta en una fuente mayor de rentabilidad. Quizás esta evolución se vea alimentada por aquellos sectores de valor de la “vieja” economía que buscan beneficios en los sectores tecnológicos de la “nueva” economía, a medida que el Capex, la IA y la electrificación aumenten la productividad en sectores cíclicos y más generales de la economía.

En el Gráfico 1, se ilustra la gran brecha existente entre el conjunto del mercado, representado por el S&P 500

equiponderado, y la versión ponderada por la capitalización bursátil. El equipo estima que, mediante el posicionamiento de las carteras y la selección de activos y estilos de inversión activos, lograr cerrar esta brecha es la clave para obtener rentabilidad de cara a 2025. Como consecuencia, las fronteras entre crecimiento y valor, y pequeña, mediana y gran capitalización pueden difuminarse.

Conclusión

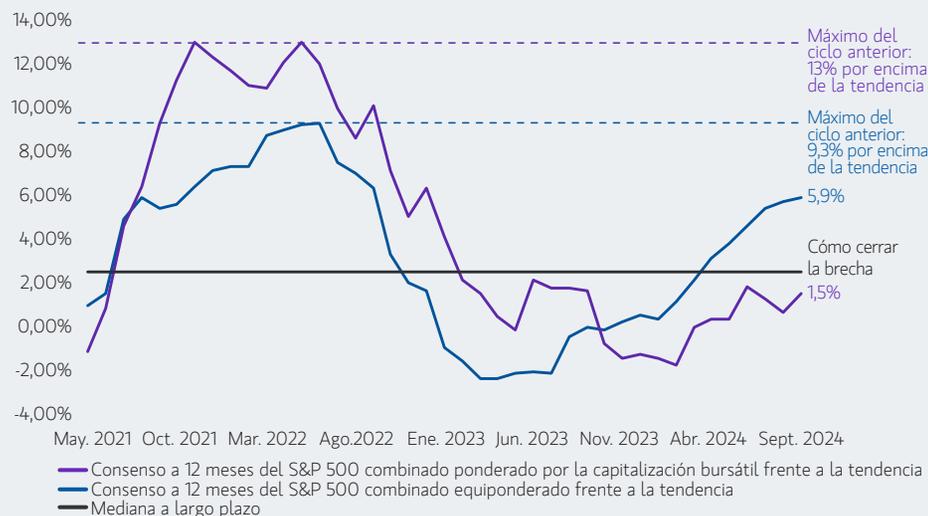
El equipo cree que ha llegado el momento de cambiar la manera de concebir la rentabilidad de los mercados. El foco ya no se debe limitar a los sectores y a una perspectiva estrecha, sino que hay que pasar a los factores y una visión cada vez mayor. El equipo prefiere centrarse en la rentabilidad del flujo de caja libre, el crecimiento de los beneficios, el poder de fijación de precios, la rentabilidad y la solidez de los balances. La selección de las inversiones y de los gestores que puedan explotar este valor intrasectorial puede crecer en importancia en comparación con la mera elección de un sector. En el caso de los bonos, la gestión activa es fundamental para impulsar el alfa por encima de la beta que proporciona el ciclo de los tipos de interés. También se considera que las inversiones alternativas y en mercados privados desempeñarán un papel cada vez mayor en una cartera equilibrada y bien diversificada, especialmente porque sus valoraciones son más representativas de la dinámica de principios de ciclo que los mercados públicos, que parecen encontrarse en fases posteriores.

GRÁFICO 1

Cómo cerrar la brecha

Los BPA del S&P 500 equiponderado, actualmente inferiores a la mediana, tienen margen para subir a niveles coherentes en términos históricos con máximos de ciclo

BPA a 12 meses combinado de los índices S&P 500 ponderado por la capitalización bursátil y del S&P 500 equiponderado con respecto a la tendencia exponencial a largo plazo (una medida de los BPA ajustados por el ciclo)



Fuente: Portfolio Solutions Group. A 30 de septiembre de 2024. Los puntos de vista y las opiniones que se expresan son los del Portfolio Solutions Group 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. Las previsiones/estimaciones se basan en las condiciones de mercado actuales, pueden cambiar y podrían no materializarse. **La rentabilidad histórica no es garantía de resultados futuros.**

El mercado alcista madura ante el optimismo

En retrospectiva, este mercado alcista o “bull” y las correspondientes acciones de los inversores han seguido un patrón sistemático que ya se ha dado en el pasado. En opinión del equipo, esto envía **una señal muy clara de lo que se avecina en 2025.**

El 25 de octubre de 2022, Applied Equity Advisors celebró el webcast del equipo para el tercer trimestre de ese año, dirigido a los inversores.

Era una época muy complicada. El 30 de septiembre de ese año, el S&P 500 había registrado una corrección a la baja del 25% con respecto a comienzos de año.¹ Como es natural, esta evolución atemorizó a los inversores.

Uno de los gráficos que se utilizó en el webcast mostraba que, históricamente, las correcciones del -25% habían generado *excelentes oportunidades de compra*. Las rentabilidades del S&P 500 de los 12 meses siguientes a las caídas del -25% habían sido del **+22%** de media, **el doble** que la rentabilidad anual media de la renta variable.²

Un año más tarde, ese mínimo de 2022 se tradujo en un resultado similar. La rentabilidad interanual del S&P a finales de septiembre de 2023 era del **+20%**, ¡muy próxima a la media histórica! Pero ¿adoptaron los inversores una actitud más agresiva hacia la renta variable

a finales de 2022 / comienzos de 2023, sabiendo que las correcciones fuertes crean grandes oportunidades?

Para nada.

Los inversores entraron en 2023 con una actitud marcadamente bajista.

“LOS MERCADOS ALCISTAS MADURAN ANTE EL OPTIMISMO.”³

Así sucedió en 2023. El índice S&P 500 subió, pero el nivel de ventas por parte de inversores minoristas y escépticos en Wall Street fue altísimo. Esta vez, no ha ocurrido nada diferente.^{4,5} A ojos del equipo, 2024 ha sido el segundo año de un mercado alcista. Después de un año caracterizado por las ventas de renta variable, como sucedió en 2023, los flujos de salida empezaron a disminuir a medida que ganaba fuerza el mercado alcista. Los inversores se dieron cuenta de que habían cometido un error vendiendo acciones y pusieron su negatividad en pausa.⁶ Lo mismo sucedió con los incrédulos de Wall Street.

“

En opinión del equipo, estamos entrando en la fase de optimismo del ciclo emocional del mercado alcista. Puede que los flujos pasen a ser más agresivamente positivos y Wall Street vire hacia un enfoque bastante más alcista en sus perspectivas.



Andrew Slimmon
Responsable de Applied
Equity Advisors

¹Bloomberg.

²Bloomberg.

³Sir John Templeton, 1966.

⁴Datos de flujos de fondos. Strategas.

⁵La rentabilidad esperada del S&P 500 entre los 11 estrategias de renta variable estadounidense de Wall Street para 2023 era solo del +4,6%.

⁶En el tercer trimestre de 2024, los flujos netos registrados por la renta variable en los últimos 12 meses han pasado de ser ampliamente negativos a neutrales; no son necesariamente positivos, simplemente no son tan negativos como en 2023. Strategas.

“LOS MERCADOS ALCISTAS CRECEN ANTE EL ESCEPTICISMO.”

Si 2023 y 2024 en buena medida han reunido todas las características para considerarse los dos primeros años de un mercado alcista, el equipo no ve razones para pensar que el tercero (2025) no vaya a ser igual.

“LOS MERCADOS ALCISTAS MADURAN ANTE EL OPTIMISMO.”

En opinión del equipo, estamos entrando en la fase de optimismo del ciclo emocional del mercado alcista. Sospecha que oirán a inversores y analistas de Wall Street mostrando un optimismo mucho mayor que el de los dos últimos años. Puede que los flujos pasen a ser más agresivamente positivos y que Wall Street vire hacia un enfoque bastante más alcista en sus perspectivas.

Esta evolución sería positiva para la renta variable y para los inversores que realicen asignaciones a esta clase de activos de cara a 2025.

Naturalmente, la última parte de un mercado alcista antes del siguiente mercado bajista es la **“fase de la euforia fase de la euforia.”**

Ahí es cuando empieza el peligro.

Y sí, llegará, pero más adelante. Primero tenemos que atravesar la fase de optimismo.

¡A disfrutar de 2025!



En renta fija, el crédito titulado podría ser el segmento de mejor rendimiento

La visión central del equipo de cara a 2025 espera que la política monetaria supere las expectativas actuales del mercado, impulsada por un crecimiento moderado y una tendencia desinflacionaria agitada, pero persistente. Si bien el caso base sigue estando sujeto a los datos que se irán conociendo, el entorno posterior a las elecciones estadounidenses también hace que dependa cada vez más de las políticas que se adopten.

El equipo prevé que, en caso de materializarse una moderación fiscal y subir los aranceles, la presión sobre las rentabilidades aumentará, se pronunciarán las curvas de tipos debido a las presiones inflacionarias y aumentarán las primas de riesgo, impulsando en última instancia los tipos terminales al alza. No obstante, también se considera que los mercados descuentan actualmente la cara restrictiva de ese caso base.

Por otra parte, la moderación de la política monetaria, combinada con un consumo sólido, balances corporativos robustos y una adecuada demanda de riesgo por parte de los inversores, debería ser un buen presagio para el conjunto de los sectores de renta fija. El reto de cara a 2025 es que las valoraciones a nivel de índice ya han descontado una cantidad sustancial del potencial alcista de los fundamentales. Dado el favorable contexto macroeconómico, la estabilidad de los fundamentales de los balances y la fuerte demanda sostenida de la renta fija, no es de extrañar que los diferenciales descuenten un optimismo sustancial. De hecho, los diferenciales de crédito globales, tanto de los

activos 'investment grade' como 'high yield', se acercan a sus deciles más altos a largo plazo.

En este entorno, la oportunidad reside en la selección activa de sectores y valores, pues los desenlaces económicos y políticos aumentarán aún más la dispersión de los resultados fundamentales y, a su vez, los tipos de interés y la volatilidad de los diferenciales seguirán siendo elevados.

En conjunto, el equipo considera que las elevadas tires iniciales actuales son un argumento convincente para las asignaciones a renta fija, ya que cumplen el doble mandato de proporcionar ingresos/rentabilidad total y de correlacionar negativamente con los activos de riesgo en las carteras de los clientes.

Las carteras del equipo están posicionadas para estar sobreponderadas en riesgo de crédito, si bien, dadas las altas valoraciones y los picos de volatilidad a corto plazo que se pueden dar por las políticas que se adopten, se encuentran en el extremo inferior del espectro de sobreponderación del riesgo en comparación con los últimos tres años. La principal sobreponderación es

dentro del sector titulado (titulizaciones hipotecarias, (MBS), titulizaciones hipotecarias garantizadas (CMBS) y titulizaciones de activos (ABS)), valores financieros 'investment grade', préstamos

bancarios de tipo variable inferiores a 'investment grade' y determinados emisores 'high yield'. Los 'curve steepeners' y las posiciones largas en el USD también son las inversiones preferidas del equipo.

“

Las mejores oportunidades se encuentran en el crédito titulado, particularmente en las titulaciones hipotecarias estadounidenses. Los hogares estadounidenses con calificaciones crediticias 'prime' cuentan con balances robustos, lo que debería seguir respaldando al crédito al consumo y sus estructuras auxiliares, especialmente en tanto que los precios de las viviendas se mantienen estables.

Vishal Khanduja, CFA
Responsable de Broad
Markets Fixed Income



MACRO

El equipo está infraponderado en duración de Estados Unidos y mantiene 'curve steepeners' de ese país, dado que espera que la curva siga normalizándose por la mayor presión alcista sobre las rentabilidades y el aumento de las primas de riesgo.

También es de esperar que una política fiscal más laxa, una política monetaria más estricta (con respecto a las expectativas anteriores), las guerras comerciales y un crecimiento estadounidense más sólido sean factores favorables para el dólar estadounidense. A este relato optimista se le podría oponer la salvedad de que el mercado de trabajo estadounidense empeore sustancialmente.

INVESTMENT GRADE

Dado que las valoraciones parecen plenas, el equipo está infraponderado en riesgo de crédito de activos 'investment grade', pero sobreponderado en bonos con vencimientos cortos y rentabilidades más altas. En concreto, se decanta por activos 'investment grade' europeos frente a sus homólogos estadounidenses por las valoraciones menos elevadas; a la par que está sobreponderado en valores financieros, pues parecen atractivos frente a los no financieros.

ACTIVOS TITULIZADOS

Las mejores oportunidades siguen estando en el crédito titulizado, especialmente en las MBS estadounidenses (tanto de agencia como no de agencia). Los hogares estadounidenses con calificaciones crediticias 'prime' cuentan con balances robustos, lo que debería seguir respaldando al crédito al consumo y sus estructuras auxiliares, especialmente en tanto que los precios de las viviendas se mantienen estables.

En lo relativo a las ABS y las CMBS, el equipo es selectivo. En cuanto a las ABS, se centra en ABS orientados a empresas, como titulaciones de compañías

completas, y ABS de aeronaves, pues ofrecen diferenciales mucho más amplios y parecen atractivos. En cuanto a las CMBS, se centra fundamentalmente en viviendas plurifamiliares, inmuebles unifamiliares de alquiler, centros logísticos, hoteles de alta calidad, centros comerciales y oficinas de primer orden. Por lo general, se ha ido ascendiendo en la calidad de crédito.

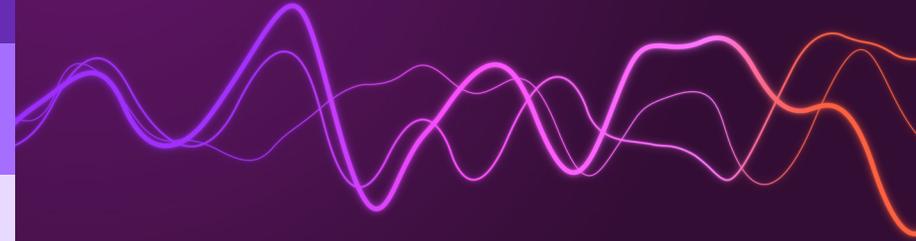
'HIGH YIELD' Y PRÉSTAMOS BANCARIOS

El equipo está moderadamente largo por debajo del crédito corporativo 'investment grade' dados los máximos históricos de las tires absolutas/reales. Es de esperar que esta situación sea favorable para la rentabilidad y, en última instancia, que proteja a los inversores de unos diferenciales de crédito más amplios. En este momento, el equipo se decanta por los préstamos bancarios frente a los bonos debido el cupón con interés variable, su prelación en la estructura de capital, su 'carry' más elevado y su atractivo perfil ajustado por el riesgo.

MERCADOS EMERGENTES

Dada la incertidumbre política derivada de la victoria del partido republicano en las dos cámaras en las elecciones presidenciales, los mercados emergentes se presentan tan solo como una cuestión de selección de valores para las carteras del equipo, no de asignación de activos. Así pues, sigue siendo imperativo elegir acertadamente las exposiciones a países y valores. Un crecimiento más sólido conjugado con unos tipos más altos y unos vínculos con el comercio global más débiles no suelen traducirse en una evolución consistente para los mercados emergentes. Dicho esto, el equipo ve como posible que los países con perspectivas económicas sólidas, crecimiento aceptable, inflación en caída y un banco central capaz y dispuesto a recortar tipos a pesar de los cambios políticos en Estados Unidos evolucionen adecuadamente.

Fatiga de los estímulos: China no puede basar su recuperación en parches



Desde septiembre, los responsables de la política monetaria china se han centrado en desplegar una serie de paquetes de estímulos con el fin de inyectar algo de vida en su maltrecha economía e impulsar los precios de las acciones. Sin embargo, los altos niveles de endeudamiento, el exceso de inversión, una burbuja inmobiliaria sin resolver, el deficiente consumo interno y las presiones comerciales internacionales son factores que están contribuyendo a las debilidades estructurales de la economía china que los paquetes de estímulos, por sí solos, no pueden resolver.

INQUIETUDES ESTRUCTURALES: EL ENDEUDAMIENTO Y EL EXCESO DE INVERSIÓN HAN CAUSADO DESCENSOS DE LA PRODUCTIVIDAD Y DEFLACIÓN

Las dificultades a las que se enfrenta China giran en torno a su ingente endeudamiento, con una ratio deuda total/PIB que ronda el 350%. La dependencia del estado de una expansión impulsada por la deuda ha erosionado la productividad, pues cada yuan inyectado en la economía se traduce en menores rendimientos. A este reto se le añade el exceso de inversión: cerca del 45% del PIB chino se centra en proyectos que en la actualidad se enfrentan a una menor demanda interna. Este exceso de capacidad ha resultado en un descenso en las tasas de utilización y en presiones deflacionarias en los precios de producción y de consumo. Además, la reciente caída del PIB nominal por debajo del real trae consigo otro un problema, ya que repercute directamente en los beneficios empresariales y, por extensión, en la confianza de los inversores y la estabilidad del mercado bursátil.

BURBUJA INMOBILIARIA: UN ANCLAJE PATRIMONIAL QUE SE HA CONVERTIDO EN PASIVO

El mercado inmobiliario, pilar de la riqueza y la actividad económica chinas, está sometido a importantes tensiones. Con cerca de 90 millones de viviendas vacías y precios a la baja, el efecto positivo de riqueza que ofrecía el sector inmobiliario es ahora un lastre para la economía. Los inmuebles representan alrededor del 60% de la riqueza de China, en claro contraste con Estados Unidos, donde se acerca al 27%. Esta dependencia de los bienes inmuebles como reserva de riqueza hace que el país sea particularmente vulnerable a las caídas del sector inmobiliario. Así, cualquier solución económica eficaz debe abordar los retos del sector inmobiliario y su efecto en cascada sobre la riqueza, el consumo y la estabilidad financiera.

CONSUMO Y EXPORTACIONES: LA GRAN DIVERGENCIA

Los esfuerzos para impulsar el consumo interno han sido en gran medida insuficientes. La eficacia de una política monetaria flexible para estimular la confianza de los consumidores contrasta claramente con la de Estados Unidos. En China, como se mencionaba anteriormente, una parte significativa de la riqueza de los hogares está vinculada al sector inmobiliario.

Por su parte, en Estados Unidos, donde unos tipos de interés más bajos fomentan el consumo, los consumidores chinos dudan si aumentar el gasto por los temores a la inestabilidad del mercado inmobiliario y la falta de una red de seguridad social. Hasta ahora, el consumo se ha visto eclipsado por las continuas inversiones en fabricación, comercio e infraestructuras. La iniciativa "Made in China 2025" empuja a Pekín a escalar en la cadena de valor



Las lecciones extraídas de otras economías altamente endeudadas sugieren que el camino hacia la estabilidad de China pasa por eliminar la deuda de mala calidad, bien vía cancelación, bien vía reestructuración, con una posterior recapitalización bancaria.

Jitania Kandhari

Deputy CIO de Solutions and Multi-Asset Group, responsable de análisis macro y temático del equipo Emerging Markets Equity, gestora de carteras principal adjunta, Passport Equity



mediante la producción de bienes de gama más alta, desde vehículos eléctricos hasta tecnología aeroespacial. Sin embargo, como la demanda interna sigue siendo insuficiente para absorber esta producción, China depende cada vez más de las exportaciones para sostener el crecimiento.

Este hecho queda patente si se considera que el consumo de los hogares representa el 72% del PIB mundial, mientras que solo supone el 53% del de China.

Una tendencia familiar de la economía del desarrollo ofrece algo de contexto: a medida que aumenta la riqueza nacional, la proporción del consumo se desplaza de los bienes a los servicios. China, que sigue los pasos de gigantes manufactureros como Alemania y Japón, se enfrenta a las mismas limitaciones: una gran base manufacturera centrada en las exportaciones sin un mercado nacional proporcionado que absorba la producción.

Pues bien, desde la década de 1990, el porcentaje del sector manufacturero sobre el PIB alemán se ha estabilizado, si bien su limitado consumo interno de bienes ha provocado un enorme aumento de las exportaciones netas. De manera similar, la trayectoria económica de China es igualmente dependiente de las exportaciones, lo que acelera los superávits comerciales y acentúa las tensiones con países como Estados Unidos y los de Europa.

PRESIONES COMERCIALES: ¿RESILIENCIA O RETICENCIA?

A pesar de las crecientes tensiones comerciales, sobre todo con Estados Unidos, China ha conservado en gran medida su cuota de mercado global, reorientando sus exportaciones hacia la UE y los mercados emergentes. Así, aunque Estados Unidos esté importando menos de China, otras regiones han intervenido para rellenar el

vacío. Sin embargo, estos esfuerzos no están exentos de dificultades. Las agresivas políticas comerciales han provocado una reacción internacional, con una tendencia a la baja de la inversión extranjera directa (IED) y una creciente reticencia de los inversores de cartera. Si China desea mantener su posición en el comercio global, debe equilibrar sus ambiciones de crecimiento con perspicacia diplomática y apertura a la inversión extranjera.

LA NATURALEZA CÍCLICA DE LOS ESTÍMULOS: UN ECO DE LA "DÉCADA PERDIDA" DE JAPÓN

Desde la crisis financiera mundial, China ha puesto en marcha cinco grandes paquetes de estímulos, que no han hecho sino posponer un ajuste de cuentas inevitable. La última ronda de estímulos de China, la quinta en 15 años, ilustra un patrón recurrente de intervención fiscal y monetaria que impulsa el crecimiento de forma temporal (Gráfico 1). Históricamente, cada estímulo ha hecho que el mercado a corto plazo subiera, pero, como se ha puesto de manifiesto en el último ciclo de 2022, estos efectos están empezando a disiparse. En este sentido, la "década perdida" de Japón en la década de 1990 ofrece un paralelismo aleccionador.

En la mayoría de los países, la expansión monetaria provoca presiones inflacionarias, ya que aumenta la demanda en relación con la producción. Pues bien, como se mencionaba, la situación actual de China guarda similitudes con la de Japón en la década de 1990, donde ocurrió lo contrario: la expansión del crédito alimentó más bien el lado de la oferta de la economía (producción) en lugar de impulsar el lado de la demanda (consumo). Al aumentar más la producción que la demanda, se provocó deflación en lugar de inflación. En esa situación, en Japón, las políticas orientadas a la oferta/producción no consiguieron promover ni un reequilibrio ni un crecimiento

GRÁFICO 1

Las cinco rondas de estímulos de China se han traducido en cinco alzas para la renta variable, pero sin puntos de ruptura

Impacto de los paquetes de estímulos de China en el PIB nominal y los mercados bursátiles



Fuente: análisis de MSIM y EME. A 30 de septiembre de 2024. Los puntos de vista y las opiniones que se expresan son los del equipo Emerging Markets Equity 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. Las previsiones/estimaciones se basan en las condiciones de mercado actuales, pueden cambiar y podrían no materializarse. **La rentabilidad histórica no es garantía de resultados futuros.**



rápido. La proporción del consumo sobre el PIB de Japón tocó fondo en el 63,3% en 1991 (dato que contrasta con el 53,4% de China en 2023), y fueron necesarios 17 años para que la proporción del consumo subiera 10 puntos porcentuales. En 2008, había alcanzado el 73,8%, todavía por detrás de la media global. En aquel momento, la proporción del PIB de Japón sobre el global cayó del 15% al 7,9%.

Tras su apogeo económico en la década de 1980, Japón experimentó un estancamiento duradero intercalado con breves alzas del mercado que promediaron un 45%. Igualmente, el mercado chino, bajo la influencia de los paquetes de estímulos, ha experimentado cinco subidas similares en ciclos recientes, de alrededor del 35% (Gráfico 2), con máximos más bajos y mínimos también más bajos

LA SENDA HACIA EL FUTURO: UN REAJUSTE DOLOROSO PERO NECESARIO

Mientras China no aborde los problemas de fondo—la deuda excesiva y la inversión ineficiente—, estas medidas de estímulo seguirán siendo meros parches. Aunque puedan inflar temporalmente el

crecimiento nominal y provocar repuntes cíclicos a corto plazo, serán incapaces de proporcionar una recuperación económica sostenible o puntos de ruptura en el mercado bursátil.

Está claro que no existen soluciones rápidas para el modelo de crecimiento económico de China. A lo largo de los años, se han ido acentuando los desequilibrios de la economía china y solo una reestructuración completa de la deuda y una redistribución de la renta impulsada por el gobierno propiciarán un cambio positivo.

Las lecciones extraídas de otras economías altamente endeudadas sugieren que el camino hacia la estabilidad pasa por eliminar la deuda de mala calidad, bien vía cancelación, bien vía reestructuración, con una posterior recapitalización bancaria. Este enfoque es innegablemente doloroso, pues implica asumir pérdidas financieras, pero, sin medidas drásticas, los paquetes de estímulos seguirán brindando tan solo un alivio fugaz y pasajero. Para que la economía goce de salud duradera, se deben llevar a cabo transformaciones más profundas.

GRÁFICO 2

El mercado de China recuerda al Japón de la década de 1990

Subidas y caídas medias durante tendencias a la baja más prolongadas, MSCI China y MSCI Japan



Fuente: MSIM, EME research, Bloomberg. A 16 de octubre de 2024. Los puntos de vista y las opiniones que se expresan son los del equipo Emerging Markets Equity 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. Las previsiones/estimaciones se basan en las condiciones de mercado actuales, pueden cambiar y podrían no materializarse. **La rentabilidad histórica no es garantía de resultados futuros.**

El impacto potencial de la IA generativa para los mercados privados

Los mercados privados han experimentado una notable disrupción de las valoraciones: quizá su mejor evidencia sean los siete trimestres consecutivos de rentabilidades totales negativas del sector inmobiliario privado 'core' entre el 30 de septiembre de 2022 y el 30 de junio de 2024 (índice NCREIF Property). Este es un ajuste prolongado que se activó en 2022, cuando se unieron el buen comportamiento de los mercados privados y el menor margen medio en las asignaciones de los inversores con la subida de los tipos de interés. Sus efectos todavía puede percibirse hoy en día en la captación de fondos en los mercados privados, con una captación de capital que sigue siendo sustancialmente menor y más lenta que la histórica. Además, el impacto posterior es que el volumen de operaciones sigue siendo bajo, si bien ha empezado a mostrar signos de recuperación.

Mientras se produce esta regeneración de la actividad en los mercados privados, los 'hedge funds' siguen ofreciendo una solución inmediata y viable para lograr rentabilidades atractivas ajustadas al riesgo. Tras experimentar un complicado entorno para el alfa entre 2012 y 2022, el alfa media lograda por plataformas de 'hedge funds' con varios gestores de carteras en el último año, por ejemplo, ha superado significativamente a la estrategia media de renta variable pública 'long-only'. Esta evolución es atribuible a dos factores que probablemente continúen en 2025: en primer lugar, los hedge funds 'long-short' se benefician de un entorno de tipos de interés más altos a través del 'short rebate'; en segundo lugar, y quizás sea lo más importante, la mayor volatilidad y dispersión entre los activos en que invertir ofrece oportunidades de alfa más elevada a los 'hedge funds' con implementación flexible.

El crédito privado fue otro de los primeros beneficiarios del cambio en las condiciones del mercado. Para 2025, el equipo espera que los precios de los préstamos corporativos senior se aproximen a los promedios a largo plazo, con rentabilidades integrales atractivas y características defensivas más favorables gracias a mejoras en la alineación, el apalancamiento y las aportaciones de capital. En concreto, un componente del crédito privado que el equipo espera que evolucione especialmente bien en 2025 es la financiación para situaciones especiales ('special situations lending'). Estas estrategias ofrecen la flexibilidad de dirigirse a oportunidades de prestatarios rentables pero no conformes, y están experimentando un mayor flujo de operaciones y precios atractivos, ya que las empresas siguen ajustándose a unos gastos por tipos de interés más elevados y a otros cambios en el entorno económico.

Se prevé que 2025 ofrezca mejores oportunidades para la renta variable en los mercados privados. El mercado está experimentando el primer ajuste generalizado en los precios de las

inversiones en renta variable de los mercados privados desde la crisis financiera mundial, provocado en parte por la maduración de una financiación relativamente barata, y en parte por una

“

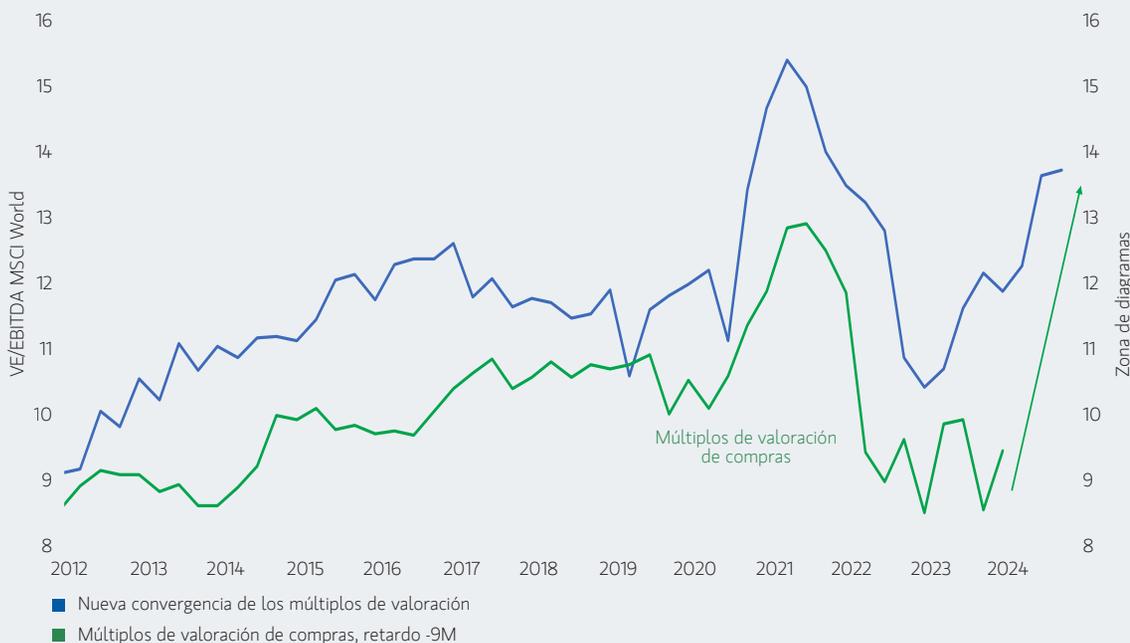
Se espera que el impacto de la inteligencia artificial (IA) generativa en el rendimiento de los mercados privados sea un tema clave en 2025. El equipo cree que las compañías tratarán de elevar sus ingresos y su rentabilidad mediante aplicaciones de la IA y es consciente de que algunas de las oportunidades más tempranas se pueden identificar en el área de las infraestructuras privadas.

Steve Turner
Responsable de selección de inversiones
de Portfolio Solutions Group



GRÁFICO 1

Se espera que los múltiplos de valoración de las compras converjan



Fuente: Portfolio Solutions Group. A 30 de septiembre de 2024. Los puntos de vista y las opiniones que se expresan son los del Portfolio Solutions Group 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. Las previsiones/estimaciones se basan en las condiciones de mercado actuales, pueden cambiar y podrían no materializarse. **La rentabilidad histórica no es garantía de resultados futuros.** EBITDA se refiere a beneficios antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones, y refleja la eficiencia operativa a corto plazo de una empresa. Una ratio de endeudamiento/EBITDA más baja suele ser indicativa de una compañía con mejor salud financiera y representativa de un mayor nivel de efectivo derivado de sus ganancias para hacer frente al servicio de la deuda, lo cual implica un riesgo menor para los inversores. .

mayor confianza en las perspectivas de un “soft landing” de la economía. Los menores múltiplos de entrada de valor de empresa (“enterprise value”) son favorables para la nueva actividad inversora, pero, aunque necesarios, no son suficientes para obtener rentabilidades atractivas de cara al futuro. Los gestores también necesitan herramientas muy competitivas para implementar iniciativas de crecimiento de los ingresos y expansión de los márgenes, y para lograr una estructura de capital adecuada. Entre ellas, el crecimiento orgánico jugará un papel más importante que el inorgánico, dado el entorno de mayor servicio de la deuda y menores múltiplos de apalancamiento. El equipo destaca que el segmento “middle market” del ‘private equity’ ofrece a los inversores el entorno más apropiado para esta actividad. De hecho, los datos del equipo sugieren que las inversiones en “middle market” pueden ofrecer un mayor crecimiento de los beneficios y depender menos del apalancamiento, lo que levanta entusiasmo inversionista en ese mercado, dado el entorno operativo esperado para 2025.

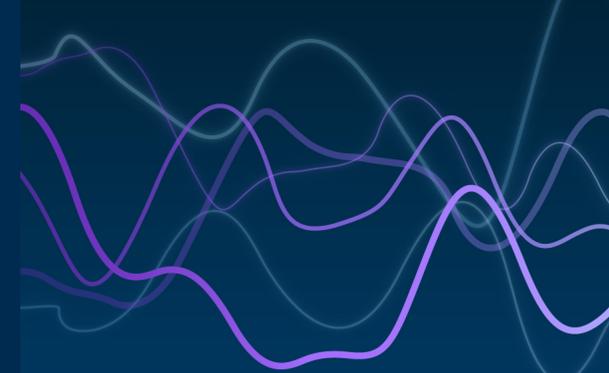
Uno de los ajustes de precios más claros en respuesta al régimen de tipos de interés imperante se observa en el sector inmobiliario privado. El equipo espera que el volumen de operaciones aumente a medida que venza la financiación existente y los inversores se vean obligados a recapitalizarse con costes de financiación más altos. El diferencial entre los valores inmobiliarios y los costes de financiación sigue siendo estrecho en determinados segmentos, por lo que es importante ser más selectivos mientras se restablece este diferencial. Esta clase de activo también tiene que enfrentarse a una demanda positiva pero en proceso de moderación y una oferta elevada, lo cual ejerce presión sobre los alquileres y los inmuebles vacíos. Sin embargo, la perspectiva operativa a largo plazo es sólida. Se prevé que la oferta disminuya significativamente en 2025, y los mercados de deuda

permanezcan relativamente saludables. Así pues, el equipo cree que ha entrado en una oportunidad atractiva en private real estate para los proveedores de crédito, los arrendadores y los inversores en equity.

Se espera que el impacto potencial de la inteligencia artificial (IA) generativa en el rendimiento del mercado privado sea un tema clave en 2025. Si bien se prevé que el 'private equity' participe vía inversión tanto en compañías específicamente de IA como en aquellas que se apalancan en sus aplicaciones para elevar sus ingresos y su rentabilidad, el equipo es consciente de que algunas de las oportunidades más tempranas se pueden identificar en el área de las infraestructuras privadas. En esta línea, dos temas clave relacionados con las infraestructuras que impulsan esta evolución son la digitalización de la sociedad y las economías, y la transición energética global. Estos dos temas de enorme relevancia se interrelacionan en la medida en que la necesidad de datos conduce a una mayor demanda energética, lo cual se está traduciendo en amplias oportunidades de inversión. La IA generativa está impulsando esta oportunidad en infraestructuras, ya que el mercado energético se considera inadecuado para satisfacer el volumen, la densidad y la baja tolerancia a la intermitencia que requiere la IA generativa. Los inversores privados pueden fijarse en los cuellos de botella e invertir en las soluciones -e.g. terrenos con suministro de energía como polígonos industriales existentes, o centrales eléctricas en proceso de desmantelamiento-, así como hacer posibles oportunidades como el almacenamiento de energía, la refrigeración por agua o la actividad de los proveedores de eficiencia energética. Por supuesto, la inversión a gran escala en centros de datos y generación de energía primaria será igualmente esencial, y participar en la instalación de las infraestructuras necesarias para la IA generativa será probablemente un tema clave para 2025.



Marco de inversión en los mercados de capitales



Asignaciones representativas de Portfolio Solutions Group

ASIGNACIÓN DE ACTIVOS	NUESTRA VISIÓN					COMENTARIO
	--	-	=	+	++	
RENDA FIJA Duración			→	■		Por primera vez en los últimos años, el equipo pasa a estar sobreponderado en duración en sus carteras. Tras su reciente subida, las tirs de los bonos del Tesoro de EE. UU. a 10 años se han aproximado a niveles que dejan poco potencial para mayores incrementos, lo cual hace que los bonos sean una mejor cobertura para la mayor exposición del equipo a renta variable y su exposición cíclica en Estados Unidos.
RENDA FIJA Crédito			←	■		
RENDA VARIABLE Nivel de riesgo			■			Se mantiene el caso base de un 'soft landing' de la economía, lo que respalda los fundamentales de la renta variable. A corto plazo, es probable que el resultado de las elecciones estadounidenses traiga de vuelta al mercado a aquellos inversores que habían reducido el riesgo antes de la votación, y "adelante" parte del potencial alcista del año próximo de la renta variable. El equipo es consciente de que, a medio plazo, aún no hay suficiente información para formarse una imagen más completa del impacto en la renta variable del segundo mandato de Trump.
INVERSIONES ALTERNATIVAS Mercados privados				■		Se espera que el resultado de las elecciones estadounidenses active las operaciones, pero probablemente despliegue un efecto desigual en las oportunidades de crecimiento y en los riesgos de cada sector.
INVERSIONES ALTERNATIVAS Hedge funds				■		Los 'hedge funds' se están viendo beneficiados por un entorno de mercado favorable para los gestores que basan su actividad en sus habilidades y no en una exposición genérica al mercado. El equipo sigue prefiriendo las estrategias neutrales de mercado, las de renta variable de valor relativo y las estrategias macro.
INVERSIONES ALTERNATIVAS Materias primas				■		Se mantiene una actitud neutral hacia los principales mercados de materias primas: los mayores riesgos geopolíticos se ven compensados por la alta capacidad no utilizada de mercados como el de petróleo ('crude'), que limitan el potencial alcista en ausencia de disrupciones físicas.
TRANSICIÓN Efectivo / Duración corta		■	←			Al pasar a un enfoque neutral hacia la renta variable y volver a incorporar duración a las carteras, el equipo redujo su posición en efectivo e instrumentos de corta duración.

La información que aquí se recoge reviste fines meramente ilustrativos y no constituye una oferta o una recomendación para comprar o vender títulos concretos ni para adoptar una estrategia de inversión determinada. Los puntos de vista tácticos que figuran anteriormente son un reflejo general de las opiniones y las decisiones del equipo, que se incluyen a efectos comunicativos con los clientes. La información que aquí se incluye no pretende abordar los objetivos financieros, la situación o las necesidades específicas de ningún inversor en concreto. Las señales representan la opinión de Portfolio Solutions Group acerca de cada clase de activos.

Asignaciones representativas a renta variable global de Portfolio Solutions Group



■ ASIGNACIÓN ACTUAL
■ VARIACIÓN DESDE NOVIEMBRE DE 2024

-- INFRAPONDERACIÓN DE ALTA CONVICCIÓN
- INFRAPONDERACIÓN
= NEUTRAL
+ SOBREPONDERACIÓN
++ SOBREPONDERACIÓN DE ALTA CONVICCIÓN

RENDA VARIABLE	NUESTRA VISIÓN					COMENTARIO
	--	-	=	+	++	
REGIONAL Mercados desarrollados			■			El equipo pasó a una ligera sobreponderación en renta variable estadounidense: tras las elecciones, la dinámica es positiva para la renta variable estadounidense y el caso base de un 'soft landing' de la economía sigue inalterado. Se amplió la exposición a renta variable estadounidense a través de segmentos distintos al de la megacapitalización del mercado, que consideramos que se encuentran mejor posicionados para una expansión de las tendencias de beneficios y las valoraciones.
REGIONAL Estados Unidos			→	■		Se pasó a una infraponderación en renta variable europea: la incertidumbre ocasionada por los aranceles supone un obstáculo para el crecimiento e intensifica los vientos de cara a los que se enfrenta la renta variable europea. En Europa, el equipo sigue decantándose por los bancos, pues sus cifras de retorno de capital siguen siendo atractivas en vista de las expectativas actuales para los tipos terminales y las valoraciones, que siguen siendo bajas.
REGIONAL Zona euro		■	←			El riesgo de que el JPY se aprecie, con el consiguiente obstáculo que eso supondría para la renta variable japonesa, se ve aislado por la vuelta de la solidez del USD, que se ha visto impulsado por un crecimiento superior de Estados Unidos y por los diferenciales de tipos de interés frente al resto del mundo. La mejora doméstica estructural de Japón permanece intacta, con unas valoraciones que siguen siendo relativamente modestas.
REGIONAL Japón				■		El regreso de Trump trae consigo incertidumbre para las economías de mercados emergentes que dependen de sus exportaciones, dadas las políticas proteccionistas y arancelarias propuestas. China es la primera en enfrentarse a obstáculos externos, al tiempo que la falta de políticas fiscales decididas en el país merma las perspectivas de reflación y recuperación internas.
REGIONAL Mercados emergentes			■			
ESTILO 'Growth' frente a 'Value'			■			Los índices de estilo 'growth' están desproporcionadamente expuestos a las tendencias de las grandes tecnológicas, donde el equipo trata de mantener su exposición a riesgo próxima a la neutralidad.
ESTILO Gran capitalización frente a pequeña capitalización				■		Las compañías de pequeña capitalización siguen teniendo un problema con la presencia de tanta "basura" en el índice, aunque, tras una recesión en las ganancias y la victoria de Trump, el equipo ve este entorno como un catalizador para que las compañías distintas a las de megacapitalización por fin evolucionen mejor.
ESTILO Calidad			■	←		En vista de la pequeña prima de riesgo de la renta variable y el límite a la aceleración del crecimiento económico que supone el riesgo de inflación, el equipo se sigue inclinando hacia la calidad, que equilibra con una exposición cíclica selectiva.
ESTILO Dividendo			■			Se percibe un riesgo equilibrado para las exposiciones centradas en la rentabilidad por dividendo ('Dividend Yield' style). Se debe tener en cuenta que una rentabilidad por dividendo elevada como factor de estilo independiente no implica calidad, aunque ello no impide que numerosos fondos centrados en los dividendos también persigan factores de calidad.

La información que aquí se recoge reviste fines meramente ilustrativos y no constituye una oferta o una recomendación para comprar o vender títulos concretos ni para adoptar una estrategia de inversión determinada. Los puntos de vista tácticos que figuran anteriormente son un reflejo general de las opiniones y las decisiones de nuestro equipo, que se expresan para comunicarse a nuestros clientes. La información que aquí se incluye no pretende abordar los objetivos financieros, la situación o las necesidades específicas de ningún inversor en concreto. Las señales representan la opinión de Portfolio Solutions Group acerca de cada clase de activos.

Asignaciones representativas a renta fija global de Portfolio Solutions Group



	NUESTRA VISIÓN					COMENTARIO
	--	-	=	+	++	
RENTA FIJA Bonos del Tesoro de EE. UU.			→	■		Se pasa a una ligera sobreponderación en duración en las carteras: tras su reciente subida, las tires se sitúan en niveles que deberían permitirles actuar como coberturas más eficaces frente a la exposición del equipo a activos de riesgo.
RENTA FIJA Bonos vinculados a la inflación			■			La inflación implícita ha subido recientemente y, aunque existe la posibilidad de que siga subiendo, se encuentra más próxima a su valor razonable hoy que hace un mes.
RENTA FIJA Bonos de gobiernos de la zona euro			→	■		Como sucede con los bonos del Tesoro de EE. UU., se pasa a una ligera sobreponderación en duración: como se ha mencionado, las tires están en niveles que deberían permitirles actuar como coberturas más efectivas frente a la exposición del equipo a activos de riesgo.
RENTA FIJA Bonos de gobiernos de mercados emergentes en moneda fuerte				■		Los diferenciales de la deuda de mercados emergentes se han ampliado sustancialmente desde el 'sell-off' del verano. Aunque el equipo sostiene que esta clase de activos está en cierta medida cara, todavía percibe valor relativo en ella frente a otros segmentos, muy caros, de la renta fija.
RENTA FIJA Bonos de gobiernos de mercados emergentes en moneda local			■			La deuda local de mercados emergentes parece ofrecer cierto valor en términos relativos, con unas valoraciones más próximas al valor razonable atendiendo a su evolución histórica. Sin embargo, es probable que las elecciones estadounidenses hagan que el USD siga fuerte en el corto plazo, perjudicando la rentabilidad de esta clase de activos.
CRÉDITO NEGOCIADO EN MERCADOS REGULADOS Bonos municipales			■			Las ratios de los bonos municipales frente a los del Tesoro estadounidense se han reducido y, si bien antes estaban baratas, actualmente parecen más próximas a su "valor razonable". El equipo sigue decantándose por esta clase de activos para los inversores sujetos a fiscalidad, aunque parece algo menos atractiva que hace un mes.
CRÉDITO NEGOCIADO EN MERCADOS REGULADOS Investment grade		■				Los diferenciales se encuentran actualmente en mínimos históricos, el excedente de rentabilidad con respecto a los bonos del Tesoro de EE. UU. debería ser mínimo y la clase 'investment grade' sigue siendo sensible a los resultados 'left-tail'. La perspectiva económica del equipo evita que esto sea una infraponderación de alta convicción.
CRÉDITO NEGOCIADO EN MERCADOS REGULADOS MBS/ABS					■	La alta convicción en las titulizaciones y la calidad de la rentabilidad por unidad de crédito sigue siendo atractiva. Los tipos de hipotecas fijas estadounidenses a 30 años son más altos que las rentabilidades de la deuda corporativa con una calificación crediticia BB, algo inusual en los últimos 25 años.
CRÉDITO NEGOCIADO EN MERCADOS REGULADOS High yield		■	←			Con unos diferenciales que se encuentran en niveles históricamente bajos en las diferentes calificaciones crediticias, queda poco potencial alcista para esta clase de activos, por lo que el equipo prefiere asignar activos a segmentos de la renta fija con valoraciones no tan ajustadas.
CRÉDITO NEGOCIADO EN MERCADOS REGULADOS Préstamos bancarios			→	■		Los préstamos bancarios no han evolucionado tan favorablemente como otras clases de activos de riesgo de renta fija y el excedente de rentabilidad en este momento parece atractivo, particularmente en términos relativos.

La información que aquí se recoge reviste fines meramente ilustrativos y no constituye una oferta o una recomendación para comprar o vender títulos concretos ni para adoptar una estrategia de inversión determinada. Los puntos de vista tácticos que figuran anteriormente son un reflejo general de las opiniones y las decisiones del equipo, que se expresan para comunicarse a los clientes. Las asignaciones de cada equipo pueden diferir. La información que aquí se incluye no pretende abordar los objetivos financieros, la situación o las necesidades específicas de ningún inversor en concreto. Las señales representan la opinión de Portfolio Solutions Group acerca de cada clase de activos.

Comentario sobre inversiones alternativas representativas de Portfolio Solutions Group



ACTIVOS ALTERNATIVOS

COMENTARIO

<p>MERCADOS PRIVADOS Private equity</p>	<p>Se prevé que los flujos de caja de los inversores se recuperarán como resultado del aumento de la actividad en el mercado, y que los precios de los activos ofrecerán un punto de entrada atractivo. Si bien un factor de disciplina clave de la inversión en 'private equity' consiste en limitar la exposición a riesgos exógenos, es de esperar que el resultado de las elecciones estadounidenses eleve el número de operaciones, aunque es posible que tenga un efecto desigual en las oportunidades de crecimiento y los riesgos de cada sector. La perspectiva de una menor regulación podría traducirse en más oportunidades en los sectores financiero y de atención sanitaria, y una menor intervención en materia 'antitrust' podría potenciar las fusiones y adquisiciones. Sin embargo, ante unas políticas de crecimiento que también se espera que eleven la inflación, el equipo sigue centrado en estrategias del 'middle market' menos dependientes del apalancamiento. De esta manera, está bien posicionado para ofrecer iniciativas de gestión de activos orientadas a favorecer la expansión de los márgenes y el crecimiento de los beneficios reales.</p>
<p>MERCADOS PRIVADOS Private Real Estate</p>	<p>El sector inmobiliario comercial puso fin a siete trimestres negativos consecutivos al obtener una rentabilidad total positiva en el tercer trimestre. Este ajuste prolongado se vio impulsado por la subida de los costes de la deuda y focos de elevada oferta. Además, un volumen significativo de deuda inmobiliaria comercial vence entre este año y en 2025, lo que se espera que impulse el número de operaciones con valoraciones de entrada atractivas. Por su parte, los factores impulsores de la demanda a largo plazo en sectores clave se mantiene, mientras que los problemas de oferta están comenzando a remitir. El equipo espera que esta dinámica se traduzca en una mayor mejora de los precios y represente una oportunidad atractiva.</p> <p>Las infraestructuras privadas siguen participando en oportunidades de inversión relacionadas con las megatendencias de la digitalización y la generación energética. Estos temas convergen en que los servicios de datos requieren energía, y la inteligencia artificial (IA) generativa está poniendo de relieve que la actual combinación de fuentes de energía es insuficiente por volumen, densidad y fiabilidad. Así, los inversores privados están desempeñando un papel clave en el suministro de esta infraestructura habilitadora y generando perspectivas de crecimiento atractivas. El volumen de operaciones en infraestructuras también se está expandiendo en todos los sectores, con el transporte cada vez más activo a medida que las cifras de utilización de aeropuertos y autopistas de peaje se recuperan de las perturbaciones para la movilidad causadas por la COVID-19. En Estados Unidos, el equipo debe ser selectivo para garantizar que la actividad de inversión se ajusta a los cambios políticos que se avecinan. Si bien estima que la inversión -competitiva en costes- en energía eólica y solar terrestre goza de un 'momentum' irreversible, la expansión de la producción convencional de petróleo y gas puede poner en riesgo el apoyo a iniciativas subvencionadas y en fases más tempranas de su desarrollo, como pueden ser la energía eólica marina y el hidrógeno. Hasta la fecha, se ha observado un apoyo bipartidista a la generación de energía nuclear y a la ampliación del acceso a la banda ancha, pero esta política deberá analizarse detenidamente a medida que se obtengan más datos.</p>
<p>MERCADOS PRIVADOS Crédito privado</p>	<p>Los precios y los términos de los préstamos privados están actualmente en línea con su media a largo plazo, pero los elevados tipos y el escaso volumen de impagos mantienen altas las expectativas de rentabilidad total. En tanto que las compañías siguen buscando maneras de gestionar sus flujos de caja, las estrategias de situaciones especiales ('special situations strategies') son capaces de aprovechar los precios y las condiciones favorables para aquellas oportunidades que caen en ese espacio vacío entre mandatos más rígidos.</p>
<p>INVERSIONES ALTERNATIVAS LÍQUIDAS Hedge funds</p>	<p>Los 'hedge funds' se están viendo beneficiados por un entorno de mercado favorable para los gestores que basan su actividad en sus habilidades y no en una exposición genérica al mercado. El equipo sigue prefiriendo las estrategias neutrales de mercado, las de renta variable de valor relativo y las estrategias macro. En cuanto a las estrategias macro, el equipo se decanta por estrategias discrecionales con una orientación táctica, dados los niveles favorables de dispersión económica de los mercados y los fundamentales. En lo relativo a las estrategias de renta variable, se sigue albergando convicción en la renta variable fundamental 'long/short', si bien también ha crecido la confianza del equipo en aquellas estrategias cuantitativas de renta variable que se están beneficiando de la reducción en la correlación de los precios de los activos causada por la incertidumbre macroeconómica y geopolítica.</p>
<p>INVERSIONES ALTERNATIVAS LÍQUIDAS Materias primas</p>	<p>Se liquida la posición de la cartera en futuros sobre el petróleo, ya que los riesgos geopolíticos son más binarios en la situación actual, y el potencial alcista, más allá de las disrupciones de la oferta que se puedan producir, parece limitado. Todo ello reduce el atractivo de la posición en petróleo como cobertura en la cartera del equipo.</p>

La información que aquí se recoge reviste fines meramente ilustrativos y no constituye una oferta o una recomendación para comprar o vender títulos concretos ni para adoptar una estrategia de inversión determinada. Los puntos de vista tácticos que figuran anteriormente son un reflejo general de las opiniones y las decisiones del equipo, que se expresan para comunicarse a los clientes. La información que aquí se incluye no pretende abordar los objetivos financieros, la situación o las necesidades específicas de ningún inversor en concreto. Las señales representan la opinión de Portfolio Solutions Group acerca de cada clase de activos.

Portfolio Solutions Group

Portfolio Solutions Group hace un análisis macro 'top-down' de renta variable, renta fija e inversiones alternativas, diseñado para ayudar a los clientes a aprovechar la cambiante dinámica económica y los desajustes de los mercados globales.

El equipo confecciona soluciones de inversión multiactivo personalizadas en una gama diversa de carteras, de las ampliamente diversificadas a las hiperconcentradas.



JIM CARON
*Chief Investment
Officer,
Managing Director*



**EWA TUREK
SEMMELOTH**
Executive Director



ERIC ZHANG
Executive Director



SCHUYLER HOOPER
Executive Director



GREG WATERMAN
Vicepresidente



UMAR MALIK
Vicepresidente



CHRIS CHIA
Vicepresidente



SACHIN RAGHAVAN
Associate

Comité de asignación de activos

El Comité de Asignación de Activos ('Asset Allocation Committee') es un grupo independiente de veteranos profesionales de la inversión de diversas disciplinas de MSIM y Eaton Vance. Portfolio Solutions Group ofrece análisis e ideas de inversión multisectoriales al Comité, que se encarga de examinar y cuestionar estas ideas para velar por que cumplan sus rigurosos estándares y se puedan incluir en recomendaciones representativas de asignación de activos.

MARK BAVOSO

Gestor sénior de carteras, equipo Global Multi-Asset

JUSTIN BOURGETTE

Gestor de carteras, responsable de estrategia de inversión del equipo High Yield

CRAIG BRANDON

Gestor de carteras, responsable adjunto del equipo Municipals

JIM CARON

Chief Investment Officer, Portfolio Solutions Group

AARON DUNN

Gestor de carteras, responsable adjunto del equipo Value Equity

GREG FINCK

Gestor de carteras, responsable adjunto del equipo Mortgage and Securitized

BRAD GODFREY

Responsable adjunto del equipo Emerging Markets

KATIE HERR

Responsable de Fixed Income Product Strategy

LAUREN HOCHFELDER

Co-Chief Executive Officer de MSREI Responsable de MSREI para América

JITANIA KANDHARI

Deputy CIO, Solutions & Multi Asset Group; responsable de análisis macro y temático, equipo Emerging Markets, gestora de carteras principal adjunta, Passport Equity

VISHAL KHANDUJA

Gestor de carteras, responsable adjunto del equipo Broad Markets Fixed Income

KYLE LEE

Gestor de carteras, responsable adjunto del equipo Emerging Markets

SCOTT R. NORBY

Crédito privado y 'private equity'

ANDREW SLIMMON

Gestor sénior de carteras, responsable de Applied Equity Advisors

ANDREW SZCZUROWSKI

Gestor de carteras, responsable adjunto del equipo Mortgage and Securitized

STEVEN TURNER

Responsable de selección de inversiones, Portfolio Solutions Group

MARK VAN DER ZWAN

CIO y responsable del equipo AIP Hedge Fund

CONSIDERACIONES SOBRE RIESGOS

No existe garantía de que una cartera 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. Los valores de mercado pueden cambiar a diario por acontecimientos económicos y de otro tipo (por ejemplo, catástrofes naturales, crisis sanitarias, atentados terroristas, conflictos y disturbios) que afecten a mercados, países, compañías o gobiernos. Resulta difícil predecir el momento en que se producirán tales acontecimientos, así como su duración y sus posibles efectos adversos (por ejemplo, para la liquidez de las carteras). En consecuencia, su inversión en esta cartera podrá comportar pérdidas. Tenga en cuenta que esta cartera puede estar sujeta a determinados riesgos adicionales. La **asignación/diversificación de activos** no le protege frente a una pérdida en un mercado concreto; sin embargo, le permite distribuir ese riesgo entre varias clases de activos. En general, los valores de los **títulos de renta variable** fluctúan en respuesta a actividades específicas de una compañía. Las inversiones en mercados extranjeros comportan riesgos específicos como, por ejemplo, de divisa, políticos, económicos y de mercado. Los riesgos de invertir en **países de mercados emergentes** son mayores que los riesgos asociados a inversiones en países desarrollados extranjeros. 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 y dar lugar a periodos de volatilidad y a aumentos de los reembolsos en las carteras. En un entorno de caídas de los tipos de interés, la cartera puede generar menos ingresos. Los títulos más a largo plazo pueden ser más sensibles a las variaciones de los tipos de interés. **Los bonos de titulización hipotecaria (MBS) y los bonos de titulización de activos (ABS)** son sensibles al riesgo de amortización anticipada y a un mayor riesgo de impago y podrían ser difíciles de valorar y de vender (riesgo de liquidez). Asimismo, están sujetos a riesgos de crédito, de mercado y de tipos de interés. Ciertos **títulos de deuda pública estadounidense**, como los emitidos por Fannie Mae y Freddie Mac, carecen

de la garantía del prestigio y la solvencia de Estados Unidos. Es posible que estos emisores carezcan de los fondos necesarios para atender sus obligaciones de pago en el futuro. El emisor o el organismo público responsable de controlar el reembolso de deuda soberana podría no estar dispuesto o no ser capaz de reembolsar el capital o abonar los intereses a su vencimiento de acuerdo con los términos de tales obligaciones. Las inversiones en **mercados extranjero** comportan riesgos específicos, como, por ejemplo, de divisa, políticos, económicos y de mercado. Los riesgos de invertir en países de mercados emergentes son mayores que los riesgos asociados a inversiones en países desarrollados extranjeros. Los fondos de inversión inmobiliaria (REIT) están sujetos a riesgos similares a los propios de poseer directamente activos inmobiliarios y son sensibles a factores como la competencia gestora y los cambios en la legislación fiscal. Los **títulos restringidos e ilíquidos** pueden ser más difíciles de vender y de valorar que los títulos que cotizan en mercados organizados (riesgo de liquidez). Los **instrumentos derivados** pueden ser ilíquidos, podrían incrementar las pérdidas de forma desproporcionada e imprimir un efecto negativo potencialmente amplio en la rentabilidad. Negociar en los **mercados de materias primas** y procurarse exposición como inversor a ellos podría entrañar riesgos sustanciales y supeditar la cartera a una mayor volatilidad. Las **carteras no diversificadas** a menudo invierten en un número más reducido de emisores. En consecuencia, los cambios en la situación financiera o el valor de mercado de un solo emisor pueden causar una mayor volatilidad. Al invertir en **valores de sociedades de inversión**, la cartera se expone a los riesgos subyacentes de los valores en cartera de la sociedad de inversión de que se trate. Además de las comisiones y los gastos de la cartera, esta, por lo general, asumiría su parte de las comisiones y los gastos de la sociedad de inversión. Las **inversiones alternativas** se dirigen únicamente a inversores aptos. Las inversiones alternativas, incluidos **hedge funds**, ofrecen liquidez limitada e incluyen, entre otros aspectos, los riesgos inherentes de invertir en valores y derivados, al emplear apalancamiento y llevar a cabo ventas a corto. Invertir en un fondo de inversión alternativo puede ser especulativo y no debería constituir todo un programa de inversión. Este resumen reviste fines meramente ilustrativos y no constituye una oferta para vender ni una invitación para adquirir participaciones en un fondo.

DEFINICIONES DE ÍNDICES

El **índice Bloomberg Aggregate Bond** está formado aproximadamente por 6.000 bonos negociados, incluidos deuda pública estadounidense, bonos de titulización hipotecaria, bonos corporativos y bonos 'yankee' con un vencimiento medio de aproximadamente 10 años.

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.

El **índice S&P 500® Equal Weight (EWI)** es la versión equiponderada del S&P 500. El índice incluye los mismos componentes que el S&P 500 ponderado por capitalización, pero a cada compañía del S&P 500 EWI se le asigna una ponderación fija del 0,2% del índice total en cada reajuste trimestral.

El **índice MSCI China** representa compañías de mediana y gran capitalización del segmento de acciones China A, B y H, así como red-chips y P-chips. Dicho índice recoge las oportunidades de inversión de China continental y Hong Kong desde el punto de vista de un inversor internacional.

El **índice MSCI Japan** es un índice ponderado por la capitalización bursátil ajustado por las acciones en libre circulación que tiene por objeto replicar la rentabilidad del mercado de renta variable de los valores japoneses cotizados en la bolsa de Tokio, la bolsa de Osaka, el mercado JASDAQ y la bolsa de Nagoya. La composición del índice MSCI Japan viene dada por la metodología de cálculo de índices de mercado invertibles de MSCI (MSCI Global Investable Market Indices Methodology), con un objetivo de cobertura del 85% de la capitalización bursátil ajustada por las acciones en libre circulación.

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.

El **índice NCREIF Property** es una medida compuesta en series trimestrales de la rentabilidad total de un conjunto muy amplio de inmuebles comerciales adquiridos en el mercado privado con fines exclusivamente de inversión.

INFORMACIÓN IMPORTANTE

La rentabilidad histórica no es garantía de resultados futuros. Las rentabilidades que aquí se mencionan son las de índices representativos y no pretenden describir el rendimiento de una inversión concreta.

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.

Una cuenta gestionada por separado podría no ser adecuada para todos los inversores. Las cuentas gestionadas por separado según la estrategia concreta incluyen diversos títulos que pueden no seguir necesariamente la rentabilidad de un índice concreto. 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 obtener información importante sobre los gestores de inversiones, consulte la parte 2 del formulario ADV.

Los puntos de vista y las opiniones y/o los análisis expresados pertenecen al autor o al equipo de inversión en la fecha de elaboración de este documento, podrán variar en cualquier momento sin previo aviso debido a las condiciones del mercado o económicas y podrían no llegar a materializarse. Además, tales opiniones no se actualizarán o revisarán de otro modo con el fin de recoger la información disponible o las circunstancias existentes y los cambios que se produzcan después de la fecha de publicación. Las opiniones expresadas no reflejan las de todo el personal de inversión de Morgan Stanley Investment Management (MSIM) ni los de sus sociedades dependientes o filiales (en conjunto "la firma") y podrían no plasmarse en todos los productos y las estrategias que esta ofrece.

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 o el equipo de inversión. Estas conclusiones son de naturaleza especulativa, pueden no llegar a producirse y no pretenden predecir la rentabilidad futura de ningún producto o estrategia concretos que ofrece la firma. Los resultados futuros pueden diferir significativamente dependiendo de factores tales como cambios en los títulos, los mercados financieros o las condiciones económicas en general.

Este documento se ha preparado sobre la base de información disponible de forma pública, datos desarrollados internamente y otras fuentes externas consideradas fiables. Sin embargo, no se formula declaración alguna con respecto a su exactitud y la firma no ha buscado verificar de forma independiente la información obtenida de fuentes públicas y de terceros.

Este documento es una comunicación general que no es imparcial y toda la información provista se ha elaborado exclusivamente a efectos ilustrativos y formativos y no constituye una oferta o una recomendación para comprar o vender títulos concretos ni para adoptar una estrategia de inversión determinada. La información recogida en este documento no se ha elaborado atendiendo a las circunstancias particulares de ningún inversor y no constituye asesoramiento de inversiones ni debe interpretarse en modo alguno como asesoramiento fiscal, contable, jurídico o regulatorio. Por consiguiente, antes de tomar una decisión de inversión, los inversores deben consultar a un asesor jurídico y financiero independiente para que les informe sobre las consecuencias fiscales de tal inversión.

Los índices no están gestionados y no incluyen gastos, comisiones o gastos de suscripción. No es posible invertir directamente en un índice. La propiedad intelectual de los índices que se mencionan en este documento (incluidas las marcas comerciales registradas) corresponde a sus concedentes de licencia. 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.

Este documento no es un producto del departamento de análisis de Morgan Stanley y no debe considerarse un documento de análisis o una recomendación basada en análisis.

La firma no ha autorizado a intermediarios financieros a utilizar y distribuir este documento salvo que su uso o su distribución sean conformes con las disposiciones legislativas y reglamentarias aplicables. Además, los intermediarios financieros deberán comprobar por sí mismos que la información recogida en este documento es adecuada para las personas destinatarias, teniendo en cuenta sus circunstancias y sus objetivos. La firma no será responsable del uso o el uso inapropiado de este documento por cualesquiera tales intermediarios financieros y declina toda responsabilidad al respecto.

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.

La totalidad o parte de este documento no puede ser reproducida, copiada, modificada, utilizada para crear un trabajo derivado, ejecutada, mostrada, publicada, cargada, objeto de licencia, enmarcada, distribuida o transmitida directa o indirectamente ni cualquiera de sus contenidos divulgados a terceros sin el consentimiento expreso por escrito de la firma. Este documento no puede ser objeto de enlace a menos que el hipervínculo sea para uso personal y no comercial. Toda la información que figura en este documento es propia y cuenta con la protección de la legislación sobre derechos de autor y demás leyes aplicables.

Eaton Vance forma parte de Morgan Stanley Investment Management. Morgan Stanley Investment Management es la división de gestión de activos de Morgan Stanley.

DISTRIBUCIÓN

Este documento 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.

MSIM, división de gestión de activos de Morgan Stanley (NYSE: MS), y sus filiales disponen de acuerdos a fin de comercializar los productos y servicios de cada compañía. Cada filial de MSIM está regulada según corresponda en la jurisdicción en la que opera. Las filiales de MSIM son: Eaton Vance Management (International) Limited, Eaton Vance Advisers International Ltd, Calvert Research and Management, Eaton Vance Management, Parametric Portfolio Associates LLC y Atlanta Capital Management LLC.

Este documento lo ha emitido una o más de las siguientes entidades:

EMEA:

Este documento se dirige únicamente a clientes profesionales/acreditados.

En la UE, los documentos de MSIM y Eaton Vance los emite MSIM Fund Management (Ireland) Limited ("FMIL"). FMIL está regulada por el Banco Central de Irlanda y está constituida en Irlanda como sociedad de responsabilidad limitada con el número de registro 616661 y tiene su domicilio social en 24-26 City Quay, Dublín 2, DO2 NY19 (Irlanda).

Fuera de la UE, los documentos de MSIM los emite Morgan Stanley Investment Management Limited (MSIM Ltd.), 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.

En Suiza, los documentos de MSIM los emite Morgan Stanley & Co. International plc, London (Zurich Branch). Autorizada y regulada por la Eidgenössische Finanzmarktaufsicht ("FINMA"). Domicilio social: Beethovenstraße 33, 8002 Zürich (Suiza).

Fuera de Estados Unidos y la UE, los documentos de Eaton Vance los emite Eaton Vance Management (International) Limited ("EVMI") 125 Old Broad Street, Londres EC2N 1AR (Reino Unido), que está autorizada y regulada en el Reino Unido por la Autoridad de Conducta Financiera.

Italia: MSIM FMIL (Milan Branch) (Sede Secundaria di Milano), Palazzo Serbelloni, Corso Venezia 16, 20121 Milán (Italia). **Países Bajos:** MSIM FMIL (Amsterdam Branch), Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 1 1096HA (Países Bajos). **Francia:** MSIM FMIL (Paris Branch), 61 rue de Monceau 75008 París (Francia). **España:** MSIM FMIL (Madrid Branch), calle Serrano 55, 28006 Madrid (España).

Alemania: MSIM FMIL Frankfurt Branch, Große Gallusstraße 18, 60312 Fráncfort del Meno (Alemania) (Gattung: Zweigniederlassung [FDI] gem. § 53b KWG). **Dinamarca:** MSIM FMIL (Copenhagen Branch), Gorrissen Federspiel, Axel Towers, Axeltorv2, 1609 Copenhague V (Dinamarca).

ORIENTE MEDIO

Dubái: MSIM Ltd (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).

Este documento se distribuye en Dubai International Financial Centre por Morgan Stanley Investment Management Limited (Representative Office), entidad regulada por la Autoridad de servicios financieros de Dubái ("DFSA"). Tiene como único fin su uso por clientes profesionales y contrapartes de mercado. Este documento no tiene como fin su distribución a clientes minoristas, que no deberán basar sus decisiones en la información que aquí se recoge.

Este documento se refiere a un producto financiero que no ha sido regulado ni aprobado de ninguna manera por la DFSA. La DFSA no tiene la responsabilidad de revisar o verificar ningún documento en relación con este producto financiero. Por consiguiente, la DFSA no ha aprobado este documento ni cualquier otro conexo ni ha tomado ninguna medida orientada a verificar la información recogida en este documento, por el que carece de responsabilidad. El producto financiero al que se refiere este documento puede no ser líquido y su reventa o su transmisión pueden estar supeditadas a restricciones. Los inversores potenciales deben llevar a cabo su propio procedimiento de diligencia debida en relación con el producto financiero. Si no comprende el contenido de este documento, consulte a un asesor financiero autorizado.

Estados Unidos:

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.

AMÉRICA LATINA

(Brasil, Chile Colombia, México, Perú Y Uruguay)

Este documento está destinado únicamente a su uso por inversores institucionales o inversores aptos. Toda la información aquí incluida es confidencial y tiene como único fin su uso y su análisis por el destinatario legítimo, que no podrá facilitarse a terceros. Este documento se facilita con fines meramente informativos y no constituye oferta pública, invitación o recomendación para comprar o vender cualquier producto, servicio, valor o estrategia. Las decisiones de invertir solo se deben tomar después de leer la documentación de la estrategia y de llevar a cabo un procedimiento de diligencia debida en profundidad e independiente.

ASIA PACÍFICO

Hong Kong: Este documento lo difunde 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 lo difunde Morgan Stanley Investment Management Company

y no debe considerarse una invitación de suscripción o adquisición, directa o indirectamente, dirigida al público o a cualquier persona concreta de este en Singapur, salvo a (i) inversores institucionales conforme al artículo 304 del capítulo 289 de la Ley de valores y futuros (Securities and Futures Act, "SFA") de Singapur, (ii) "personas relevantes" (incluidos inversores acreditados) de conformidad con el artículo 305 de la SFA, y de acuerdo con las condiciones especificadas en el artículo 305 de la SFA, o (iii) de otro modo de conformidad y de acuerdo con las condiciones de cualquier otra disposición aplicable de la SFA. La Autoridad Monetaria de Singapur no ha revisado esta publicación. **Australia:** Este documento lo facilitan Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Ltd ABN 2212204-0037, AFSL n.º 314182 y sus filiales y no constituye oferta de derechos. Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited dispone la prestación de servicios financieros por filiales de MSIM a clientes mayoristas australianos. Solo se ofrecerán derechos en circunstancias en que no se requiera comunicación al respecto con arreglo a la Ley de sociedades (Corporations Act) de 2001 (Cth) (la "Ley de sociedades"). No se pretende que ninguna oferta de derechos constituya una oferta de derechos en circunstancias en que se requiera comunicación conforme a la Ley de sociedades y solo se realizará a personas que reúnan los criterios para ser consideradas "clientes mayoristas" (según la definición que se le atribuye a este término en la Ley de sociedades). Este documento no se depositará ante la Comisión de valores e inversiones 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 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 2,20% 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: Japan Securities Dealers Association, Investment Trusts Association, Japan, Japan Investment Advisers Association y Type II Financial Instruments Firms Association.