

The India Opportunity



OPPORTUNITY OPTIMUM | EQUIPO GLOBAL OPPORTUNITY | Enero de 2024

El equipo considera que la creciente población y los jóvenes grupos demográficos de India combinados con los esfuerzos del país en construir infraestructuras digitales, regulatorias, financieras y físicas durante la última década allanarán el camino para habilitar la aceleración del **crecimiento de la próxima década**. El equipo opina que esta combinación tendrá implicaciones significativas para la participación de India tanto en la economía global como en los mercados de renta variable.

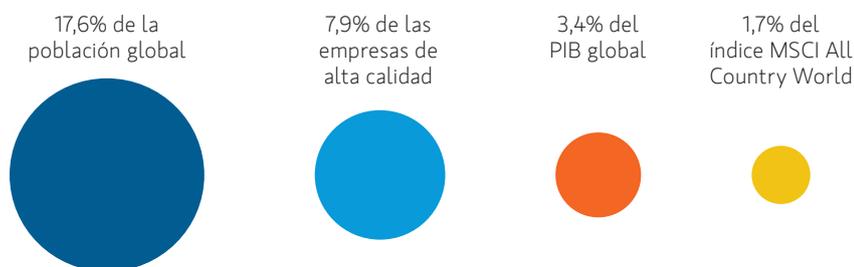
India alberga un número desproporcionado de compañías de alta calidad¹ pero sigue estando insuficientemente representada en los índices de renta variable. Por ello, el país representa una oportunidad significativa para la selección de acciones bottom-up. Al ser un mercado emergente, la rentabilidad será cíclica, pero el alfa a largo plazo debería ser elevado para aquellos inversores que posean negocios con unos balances sólidos, un robusto crecimiento y unos beneficios crecientes.

Aspectos clave

- India está infra-representada en los índices de renta variable
- La infraestructura para la aceleración del crecimiento se construyó en la última década
- Ampliación del conjunto de oportunidades para la selección de acciones bottom-up en el país

PANTALLA 1

India está infra-representada



Fuente: Morgan Stanley Investment Management, Factset, IMF, MSCI, a 30 de noviembre de 2023. Nota: el 7,9% de las compañías de alta calidad se calcula en función de lo siguiente: De 7.891 compañías globales con una capitalización de mercado superior a 1.000 millones, existen 1.774 compañías con una rentabilidad sobre el capital invertido (ROIC) superior al 15 % y una tasa de crecimiento compuesto anual (CAGR) de ingresos a 3 años superior al 15 %. De esas 1.774 compañías de alta calidad, 140 son compañías indias.

¹ India también alberga un número desproporcionado de compañías de alta calidad (>15 % de crecimiento de ingresos a 3 años CAGR y >15 % de ROIC).

AUTORES



KRISTIAN HEUGH
Head of Global Opportunity



ANIL AGARWAL
Director of Research



MARC FOX
Chief Operating Officer



EMILY TSUI
Executive Director

El equipo Opportunity Optimum analiza cómo y dónde está encontrando las mejores inversiones en todo el mundo.

India ofrece un amplio conjunto de oportunidades para los inversores a largo plazo, no obstante, el país está infra-representado en los índices de renta variable.

Como economía, India es probable que crezca a un mayor ritmo que el resto del mundo. Asimismo, a pesar de que el crecimiento del país se haya multiplicado por cuatro en las últimas dos décadas, la ponderación del país en el índice de renta variable global es solo del 1,7%, lo que supone el 3,4% de su participación actual en el PIB mundial. Por su parte, India también alberga un número desproporcionado de empresas de alta calidad (con un crecimiento de los ingresos a 3 años CAGR >15% y ROIC >15%).

El equipo cree que la creciente población y los jóvenes grupos demográficos de India, así como sus esfuerzos en construir infraestructuras digitales, regulatorias, financieras y físicas durante la última década, allanarán el camino para la aceleración del crecimiento durante la próxima década. Esto debería impulsar el crecimiento nominal del PIB a elevadas cifras de un solo dígito, en dólares estadounidenses (USD), situando su PIB de 3,5 billones de USD en 2022 a 7,5 billones de USD en 10 años, según Morgan Stanley Research.

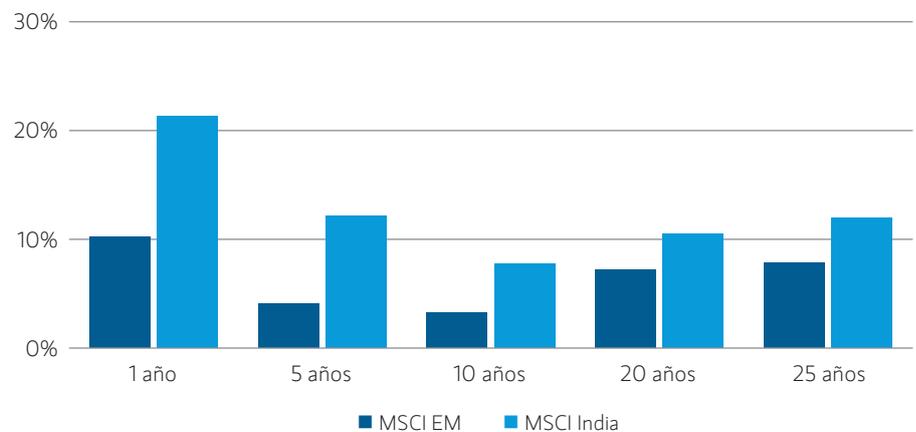
El equipo ha realizado múltiples inversiones en India desde el lanzamiento de su primera estrategia en 2006 en los sectores financiero, consumo e industrial. El equipo busca conjuntamente empresas líderes con grandes mercados potenciales, oportunidades para ganar cuota de mercado y sólidos equipos de gestión con los que coinvertir a largo plazo. El equipo considera que India ofrece un atractivo terreno para encontrar ideas que cumplan con los criterios para la creación de valor a largo plazo. El equipo espera que la evolución de la economía india durante la próxima década respalde las ideas bottom-up del equipo y no suponga un obstáculo, como ha ocurrido en otros mercados emergentes. El equipo prevé que habrá volatilidad en el comportamiento, pero considera que las empresas bien gestionadas y de alta calidad en India, compradas a un descuento relativo a

PANTALLA 2

India destaca en la rentabilidad total a largo plazo

Rentabilidad total CAGR, USD

La rentabilidad pasada no garantiza resultados futuros



Fuente: Morgan Stanley Investment Management, FactSet. A 31 de diciembre de 2023

su valor intrínseco pueden tener un comportamiento superior a largo plazo.

En este artículo, el equipo analiza cómo ve la evolución de la economía india durante la próxima década, los factores básicos que se han establecido para respaldar este crecimiento y las amplias áreas donde está encontrando oportunidades de inversión.

India pasó la última década creando infraestructura

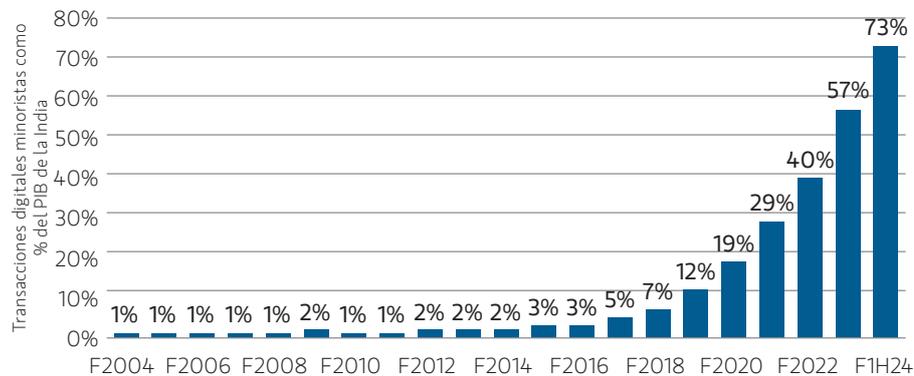
Hace una década, India estaba experimentando dificultades. Tras la crisis financiera global, India creció rápidamente, aunque este sólido ritmo de crecimiento fue seguido de una fuerte ralentización. Los préstamos incobrables en el sistema bancario aumentaron a medida que las empresas luchaban por reembolsar los préstamos recibidos para construir proyectos que resultaron inviables. Este contexto creó problemas de capital en el sistema bancario que perduraron durante casi una década y derivó en una ralentización de la inversión. Cíclicamente, el crecimiento también se vio afectado por algunas de las reformas estructurales implementadas por el gobierno, incluido un impuesto de valor añadido uniforme, leyes inmobiliarias para regular a los constructores y la desmonetización.

La población joven de India representa un viento de cola para el crecimiento, pero esto debe ser

respaldado por políticas adecuadas.

Por su parte, el equipo opina que las reformas llevadas a cabo en los últimos años han establecido la infraestructura necesaria para sostener un robusto crecimiento durante la próxima década o más. El equipo clasifica estos cambios en tres amplios grupos de infraestructuras:

INFRAESTRUCTURA DIGITAL: India ha decidido tomar el camino de la creación de infraestructura digital como un bien público, que puede ser utilizado por las empresas privadas para prestar servicios a los ciudadanos de manera más eficiente. Esto ha permitido que varios servicios como el acceso del sistema financiero a los subsidios gubernamentales y las vacunas contra la COVID se proporcionen incluso a los sectores más débiles del país con la máxima eficacia. La base de esta infraestructura es un sistema universal de identificación biométrica, Aadhar ("Base" en hindi), que se lanzó en 2009. En la actualidad, 1.300 millones de indios tienen un documento de identificación Aadhar. Este documento identificativo se utiliza para varios servicios. Por ejemplo, en marzo de 2023, Aadhar se utilizó para autenticar 2.200 millones de transacciones, de las cuales ~300 millones fueron transacciones de Know Your Customer (KYC). Esto redujo el coste de abrir una cuenta

PANTALLA 3**Las transacciones digitales minoristas han aumentado desde que UPI se lanzó en 2016, ayudando a aumentar la formalización de la economía**

Fuente: National Payments Corporation of India (NPCI); Reserve Bank of India (RBI); Morgan Stanley Research. Las previsiones se basan en las condiciones actuales del mercado, están sujetas a cambios y pueden no llegar a cumplirse necesariamente.

bancaria y permitió que se abrieran 500 millones de cuentas nuevas en la última década derivando en múltiples beneficios como la disposición más fácil y específica de los subsidios por parte del gobierno.

Un gran impulsor para la formalización de la economía ha sido el sistema de pagos en tiempo real de consumo UPI (Unified Payments Interface) lanzada en 2016. Por su parte, UPI ha realizado pagos móviles sin problemas y habilitado la transición del efectivo a los pagos digitales. El aumento de la disposición de los consumidores a pagar a través del móvil también se ha extendido a las tarjetas de crédito, donde los pagos han crecido a un CAGR del 26% desde 2016.

INFRAESTRUCTURA FINANCIERA:

Hasta hace alrededor de una década, una gran parte de la población india no poseía cuentas bancarias debido a sus elevados costes de apertura. Asimismo, no había incentivos para que los bancos abriesen cuentas para las partes económicamente más débiles de la población, lo que derivó en la exclusión de una gran parte de la población al sistema financiero. En 2014, el gobierno anunció la puesta en marcha de servicios bancarios para toda la población con el objetivo de conseguir una mejora en la inclusión financiera. Desde entonces, se han abierto ~500 millones de cuentas bancarias nuevas. Esto fue posible gracias a Aadhar, ya que el coste de los procesos de KYC

se redujo. Actualmente, una gran parte de la población india tiene acceso a la banca. Esta combinación de una democratización de los servicios bancarios acompañado del lanzamiento del UPI ha impulsado una rápida adopción digital de los servicios financieros.

INFRAESTRUCTURA POLÍTICA Y REGULATORIA:

En la última década se han dado múltiples pasos para que las políticas regulatorias sean más acomodaticias para las inversiones. Un movimiento clave fue la implementación del impuesto unificado sobre bienes y servicios (GST) en todo el país. La tasa marginal del impuesto de sociedades se redujo al 25% desde el nivel de 35% de 2019. El objetivo de la política monetaria se centró en alcanzar la inflación objetivo del 4% (+/- 2% en 2016) y desde entonces, los tipos/divisas se han vuelto menos sensibles a las acciones de la Reserva Federal en EE. UU. La implementación de la insolvencia en el código de quiebra junto con la recapitalización adecuada de los bancos de propiedad estatal ha permitido al sistema identificar los préstamos incobrables.

Asimismo, India estableció una nueva ley que rige el mercado inmobiliario para garantizar que las constructoras cumplieren sus responsabilidades contractuales con los consumidores. Esta nueva regulación permitió sanear el segmento de constructoras, aunque la propiedad fue un lastre para la economía durante algunos años. No

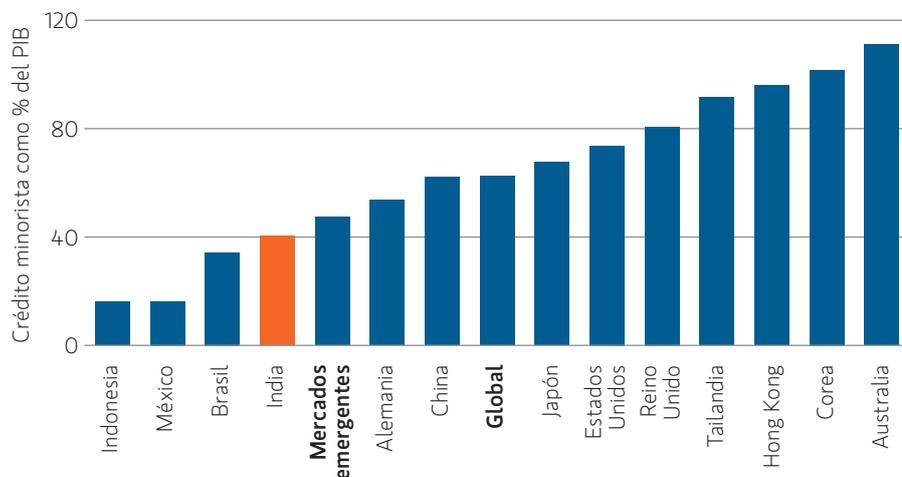
obstante, hoy en día, los niveles de inventario se encuentran en mínimos históricos y los promotores restantes poseen balances sólidos por lo que es probable que el sector inmobiliario contribuya a la aceleración del crecimiento económico.

Como mercado emergente, existe un riesgo de volatilidad en los cambios de las medidas políticas, aunque estos cambios han facilitado que las empresas planifiquen a largo plazo e inviertan.

El crecimiento en India debería acelerarse en comparación con los últimos 10 años, dando como resultado, un conjunto más amplio de oportunidades de inversión

El primer ministro de India, Narendra Modi, informa que la próxima década podría ser "el momento de la India". Esto podría ser cierto, ya que las medidas adoptadas por el país en la última década han comenzado a contribuir a la producción más eficiente de bienes y servicios. Morgan Stanley Research espera que el PIB per cápita aumente desde el nivel de 2400 USD en 2022 a más de 3800 USD en 10 años. Los inversores han comparado India con China en etapas de trayectorias similares de crecimiento, no obstante, los mercados subyacentes, las infraestructuras económicas y los impulsores de crecimiento de los dos países son diferentes. [El equipo considera que la economía relevante con la que comparar India podría ser el caso de Estados Unidos en la década de 1980, en vista del contexto regulatorio, el consumo, como un impulsor económico clave y la gran propiedad privada de las empresas.](#)

El tamaño de la economía india es similar al tamaño de la economía estadounidense a principios de 1980. En la década de los 80, el PIB nominal de EE. UU. se expandió a un ritmo de ~7,6% CAGR, mientras que el gasto en consumo personal (PCE) creció a ~8,1%, con algunos de los segmentos subyacentes incluso creciendo a un ritmo superior del 10% CAGR. Como consecuencia, el S&P 500 creció un 12,6% CAGR entre 1980 y 1990. A día de hoy, India se encuentra en una etapa similar con un potencial de crecimiento del PIB análogo durante la próxima década.

PANTALLA 4**La penetración del crédito minorista en India puede aumentar en la próxima década**

Fuente: BIS Statistics Explorer, Morgan Stanley Research. En la fecha: 30 de junio de 2023.

Otro factor que mejora el atractivo de la renta variable india a largo plazo es el aumento del ahorro de los hogares en renta variable. Históricamente, tanto la macroeconomía india, como sus mercados dependieron de la liquidez internacional siendo los inversores extranjeros, los mayores inversores incrementales en los mercados. Sin embargo, los fondos nacionales han aumentado de tamaño y ofrecen una base de inversores más estable y sostenible. **Los activos de renta variable nacional bajo gestión (AUM) en India ascienden a unos 350 000 millones de USD, es decir, 10 veces más que en 2014.** Asimismo, la inversión media en las 75 principales empresas de India ha aumentado desde el 3,5 % en 2014 hasta más del 10% en la actualidad, según Morgan Stanley Research. **Por su parte, también puede existir cierta persistencia en este flujo interno hacia la renta variable a través de planes de inversión sistemáticos (SIP), que son planes para que los inversores individuales ahorren una pequeña cantidad en fondos de renta variable cada mes, anualizando a día de hoy en cerca de 25.000 millones de USD al año.**

La ampliación del conjunto de oportunidades en India

Un gran número de compañías indias se gestionan con un enfoque en la rentabilidad de los inversores a largo plazo. Esto se ve favorecido

por el hecho de que los fundadores, también llamados “promotores” en India, poseen una alta cantidad de participaciones en compañías cotizadas. Según Morgan Stanley Research, la titularidad del promotor en las 70 compañías indias más importantes fue del 45% en septiembre de 2023. Por su parte, un gran número de compañías están centradas en el uso eficiente del capital debido a su alto coste, que en combinación con un robusto contexto económico ha resultado en mercados con sólidas rentabilidades.

LAS COMPAÑÍAS FINANCIERAS OFRECEN UNA FORMA ATRACTIVA DE INVERTIR EN EL FUERTE CRECIMIENTO ECONÓMICO

La penetración de crédito minorista en India ha aumentado en los últimos años, pero sigue siendo bajo en comparación con el promedio global situándose en un 40% del PIB. Es probable que esto aumente en la próxima década a medida que cambie el comportamiento del consumo y la digitalización contribuya al despliegue de crédito eficiente. El equipo espera que haya diferentes ciclos, pero durante la próxima década, los préstamos minoristas y las pequeñas y medianas empresas (PYMES) en todas sus formas crezcan en una tasa de CAGR entorno al 15% impulsando un fuerte crecimiento de los ingresos para el sistema.

Durante más de 20 años, una temática estructural de los bancos indios ha sido la transición de la cuota de mercado desde los bancos estatales a los prestamistas privados. En vista del importante papel que juega la tecnología en la oferta de nuevos servicios, el equipo cree que será difícil para los bancos estatales frenar la continua pérdida de cuota de mercado ante los bancos privados. Asimismo, los ingresos de las entidades bancarias bien gestionadas deberían crecer entre el 15% y 20% durante múltiples años. En consecuencia, a medida que los bancos comiencen a ganar escalado, el apalancamiento operativo será significativo. **La combinación de un amplio mercado, una significativa oportunidad de ganar cuota de mercado, apalancamiento operativo y valoraciones y gobernanza atractivas son factores difíciles de encontrar alrededor del mundo.**

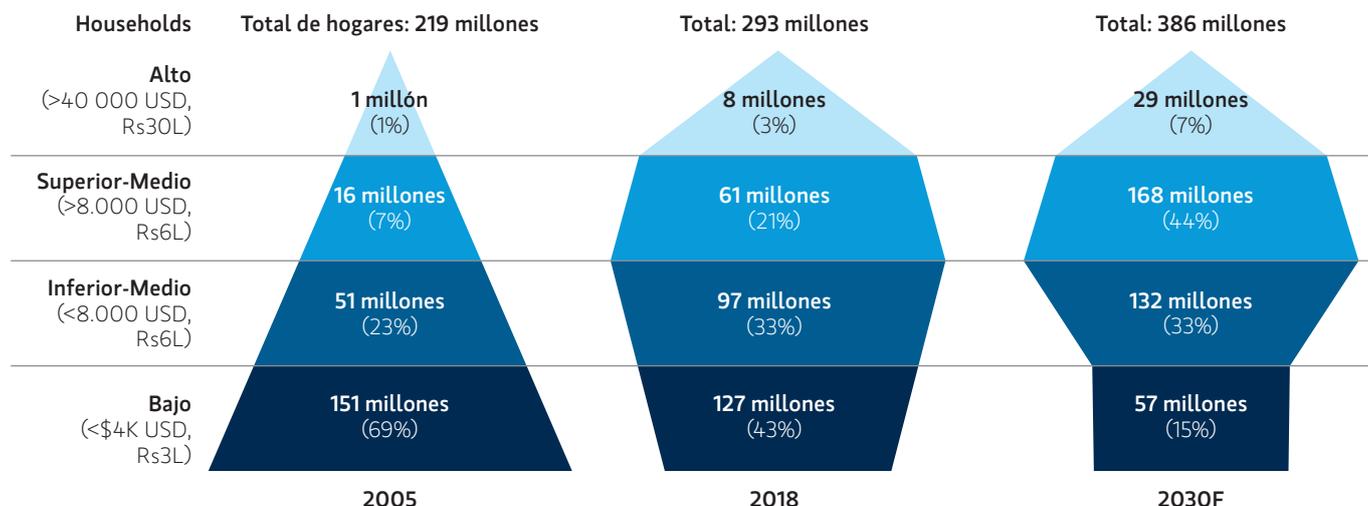
LA CRECIENTE CAPACIDAD DE GASTO CONTRIBUIRÁ A IMPULSAR LAS COMPRAS PREMIUM EN TODOS LOS SECTORES

Un crecimiento sólido, una población joven y el proceso de urbanización deberían continuar apoyando el crecimiento del consumo en India. La población también se enriquecerá, con la proporción de hogares que ganan más de 8.000 USD al año probablemente aumentando desde el nivel de ~25% en 2021 hasta un nivel superior al 50% en 2031. Históricamente, una gran parte de la cesta de consumo en India se ha concentrado en las necesidades diarias de la población, pero **el aumento de la renta disponible cambiará el comportamiento del consumo hacia el lujo, los viajes, las comidas en establecimientos, la atención sanitaria, la belleza y el entretenimiento.** El equipo considera que hay negocios bien gestionados en estos segmentos que experimentarán un compound a largo plazo:

1. LUJO: En la actualidad, hay señales crecientes de que los consumidores indios gastan en productos de lujo. Apple abrió sus primeras tiendas minoristas en India en 2023 y sus ingresos en el país se estimaron en 6.000 millones de USD en FY23, mientras que se espera que esta cifra aumente a 40.000 millones

PANTALLA 5

La distribución de ingresos de los hogares en India muestra que la clase media dominará la economía para 2030e



e=estimado

Fuente: Foro Económico Mundial, Bain, Macquarie Research, Futuro del consumo en mercados de consumo de rápido crecimiento: INDIA, enero de 2019. Los pronósticos/estimaciones se basan en las condiciones actuales del mercado y están sujetos a cambios, y es posible que no se cumplan necesariamente.

de USD en una década según Morgan Stanley Research. Esta tendencia está influenciando otros segmentos, donde los consumidores están aumentando también las compras premium. Es probable que un beneficiario clave de esta tendencia sea el sector de las joyas, dada la importancia del oro para los hogares indios y en vista de la posición del país como el segundo mayor importador de oro. El sector está dominado por actores no organizados, aunque la cuota de mercado ha virado hacia actores organizados, lo que ha supuesto una tendencia que se ha visto acelerada por la digitalización y los movimientos fiscales del gobierno. A medida que la población india se enriquezca, es probable que consuman joyas de diamante lo que expandiría los márgenes de los vendedores minoristas.

2. VIAJES: La población india viaja cada vez más tanto dentro como fuera del país. La inversión en infraestructuras, desde el nivel de ~70 ciudades con aeropuertos hace una década atrás frente a las más de 200 ciudades con aeropuertos para 2025 facilita a las personas viajar dentro del país. Esto dará lugar a múltiples negocios, desde agencias de viajes en línea hasta hoteles. Un ejemplo es la actual

limitada infraestructura hotelera del país. En 2022, India contaba con 160.000 habitaciones de marca, frente a las 4,7 millones de habitaciones en China, lo que implica un importante margen de crecimiento. Las grandes cadenas hoteleras están centradas en la rentabilidad, adoptando estrategias asset-light con las que impulsar los beneficios y reducir la exposición a las recesiones cíclicas.

3. ENTREGA DE COMIDAS: El consumo de alimentos representó un cuarto del PIB en 2019, dominado por la comida casera, que constituyó un 90% del consumo. El mercado de la entrega a domicilio de alimentos tiene una baja penetración con una cuota de mercado del 10% en el mercado total de alimentos. El equipo espera que el sector crezca de forma constante, impulsado por factores socioeconómicos, incluyendo la creciente urbanización, la nuclearización, el aumento de la cantidad de mujeres en el mercado laboral y los mayores ingresos disponibles, mientras que la digitalización acelerará aún más su adopción.

4. ATENCIÓN SANITARIA: El sector de atención sanitaria de India ha crecido entre el 12% y el 14% CAGR en los últimos cinco años, pero todavía

se encuentra subdesarrollado en comparación con el mercado global. El gasto en atención sanitaria en 2022 fue en torno al 2% del PIB, mientras que en EE. UU. supuso un 18%, China un 6%, Reino Unido un 11% y Brasil un 13%. Aparte de los servicios tradicionales de hospitales y farmacias, la salud digital también puede ser un área interesante dada la alta tasa de penetración de los smartphones, ya que el 75% de la población vive fuera de los centros urbanos, mientras que la adopción de la atención sanitaria digital se ha visto impulsada por la pandemia.

Los mercados indios han generado sólidas rentabilidades durante las últimas dos décadas y muchos inversores, incluso en mercados emergentes, han perdido la oportunidad. El equipo considera que el contexto de la aceleración del crecimiento económico y el aumento de la prosperidad de los hogares ofrecerá probablemente a las empresas bien gestionadas la oportunidad de ganar cuota de mercado y mejorar sus niveles de eficiencia. Esto habilitará a numerosos negocios indios, atractivas oportunidades para invertir en las estrategias del equipo. El equipo le desea que todas sus inversiones estén repletas de oportunidades.

Consideraciones de riesgo

No existe garantía de que una cartera vaya a alcanzar su objetivo de inversión. Las carteras están sujetas al riesgo de mercado, que es la posibilidad de que el valor de mercado de los valores que pertenecen a la cartera disminuya. Los valores de mercado pueden cambiar diariamente debido a eventos económicos y de otro tipo (por ejemplo, desastres naturales, crisis de salud, terrorismo, conflictos y disturbios sociales) que afectan a los mercados, países, empresas o gobiernos. Es difícil predecir el momento, la duración y los posibles efectos adversos (por ejemplo, la liquidez de la cartera) de los acontecimientos. En consecuencia, puede perder dinero invirtiendo en esta estrategia. Tenga en cuenta que esta estrategia puede estar sujeta a ciertos riesgos adicionales. Los cambios en la economía mundial, el gasto de los consumidores, la competencia, los datos demográficos y las preferencias de los consumidores, la regulación gubernamental y las condiciones económicas pueden afectar negativamente a las compañías de franquicias globales y pueden afectar negativamente a la estrategia para en mayor medida que si los activos de la estrategia se invirtieran en una mayor variedad de compañías. En general, los **valores de los títulos de renta variable** también fluctúan en respuesta a las actividades específicas de una compañía. Las inversiones en mercados **extranjeros** entrañan riesgos especiales como los de divisas, políticos, económicos y de mercado. **El mercado asiático** implica riesgo de liquidez debido a los pequeños mercados y el bajo volumen de operaciones en muchos países. Además, las compañías de la región tienden a ser volátiles y existe una posibilidad significativa de pérdidas. Además, porque la estrategia se concentra en una sola región del mundo, el rendimiento puede ser más volátil que una estrategia global. **Las acciones de compañías de pequeña y mediana capitalización** conllevan riesgos especiales, como líneas de productos limitadas, mercados y recursos financieros, y una mayor volatilidad del mercado que los valores de compañías más grandes y consolidadas. Los riesgos de invertir en países de mercados **emergentes** son mayores que los riesgos asociados con las inversiones en mercados desarrollados extranjeros. **Los valores ilíquidos** pueden ser más difíciles de vender y de valorar que los valores que cotizan en bolsa (riesgo de liquidez). Las carteras no diversificadas a menudo invierten en un número más limitado de emisores. Como tal, los cambios en la situación financiera o el valor de mercado de un único emisor pueden causar una mayor volatilidad. Al perseguir el objetivo de inversión de la cartera, el asesor tiene un margen considerable para decidir qué inversiones comprar, mantener o vender en el día a día y qué estrategias de negociación utilizar. El éxito o el fracaso de dichas decisiones afectarán al rendimiento.

DEFINICIONES

La tasa de crecimiento anual compuesto (CAGR) es la tasa de crecimiento interanual de una inversión durante un periodo determinado.

El Producto Interno Bruto (PIB) es el valor monetario de todos los bienes y servicios terminados producidos dentro de las fronteras de un país en un periodo de tiempo específico. Incluye todo el consumo público y privado, los desembolsos del gobierno, las inversiones y las exportaciones netas.

El gasto en consumo personal (Personal Consumption Expenditures, PCE) es una medida de los cambios de precios en bienes y servicios de consumo. Los gastos de consumo personal consisten en los gastos reales e imputados de los hogares; la medida incluye datos relativos a durabilidad, no durabilidad y servicios. Es esencialmente una medida de los bienes y servicios dirigidos a las personas y consumidos por las personas.

El retorno sobre el capital invertido (ROIC) representa la tasa de retorno que una compañía obtiene sobre el efectivo que invierte en su negocio.

DEFINICIONES DEL ÍNDICE

El índice **S&P 100**, un subconjunto del S&P 500, mide el rendimiento de las compañías de gran capitalización de Estados Unidos. El índice está compuesto por 100 importantes compañías de primera categoría en múltiples grupos industriales. Las opciones sobre acciones individuales se enumeran para cada componente del índice.

El índice **MSCI All Country World (ACWI)** es un índice ponderado por capitalización bursátil ajustado por las acciones en libre circulación diseñado para medir el rendimiento de los mercados de renta variable de los mercados desarrollados y emergentes. El término "flujo libre" representa la parte de las acciones en circulación que los inversores consideran disponibles para su compra en los mercados de acciones públicas. La rentabilidad del índice cotiza en dólares estadounidenses y asume la reinversión de dividendos netos.

INFORMACIÓN IMPORTANTE

No existe garantía de que ninguna estrategia de inversión vaya a funcionar en todas las condiciones del mercado, y cada inversor debe evaluar su capacidad para invertir a largo plazo, especialmente durante los periodos de desaceleración del mercado.

Una cuenta gestionada por separado puede no ser adecuada para todos los inversores. Las cuentas separadas gestionadas de acuerdo con la estrategia incluyen una serie de valores y no necesariamente rastrearán la rentabilidad de ningún índice. Antes de invertir, considere detenidamente 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 el formulario ADV Parte 2.

Los puntos de vista y las opiniones y/o el análisis expresados son los del autor o del equipo de inversión en la fecha de preparación de este material y pueden cambiar en cualquier momento sin previo aviso debido a las condiciones del mercado o económicas y pueden no llegar a materializarse. Además, los puntos de vista no se actualizarán o revisarán de otro modo para reflejar la información que posteriormente se ponga a disposición o las circunstancias existentes, o los cambios que se produzcan, después de la fecha

de publicación. Las opiniones expresadas no reflejan las opiniones de todo el personal de inversión de Morgan Stanley Investment Management (MSIM) y sus subsidiarias y filiales (colectivamente, "La Compañía"), y es posible que no se reflejen en todas las estrategias y productos que La Compañía ofrece.

Los pronósticos y/o las estimaciones que se proporcionan en este documento pueden cambiar y no llegar a materializarse. La información relativa a las rentabilidades de mercado previstas y las perspectivas de mercado se basa en el análisis y las opiniones de los autores o del equipo de inversión. Estas conclusiones son de naturaleza especulativa, pueden no llegar a materializarse y no pretenden predecir el rendimiento futuro de ninguna estrategia o producto específico que La Compañía ofrezca. Los resultados futuros pueden diferir significativamente dependiendo de factores como los cambios en los valores o los mercados financieros o las condiciones económicas generales.

Este material se ha elaborado sobre la base de información disponible públicamente, datos desarrollados internamente y otras fuentes de terceros que se consideran fiables. Sin embargo, no se proporcionan garantías con respecto a la fiabilidad de dicha información y La Compañía no ha tratado de verificar de forma independiente la información obtenida de fuentes públicas y de terceros.

Este material es una comunicación general, que no es imparcial y toda la información proporcionada se ha elaborado con fines meramente informativos y formativos y no constituye una oferta ni una recomendación para comprar o vender valores concretos ni para adoptar una estrategia de inversión concreta. La información aquí contenida no se ha basado en una consideración de las circunstancias individuales de los inversionistas y no es asesoramiento de inversión, ni debe interpretarse de ninguna manera como asesoramiento fiscal, contable, jurídico o regulatorio. Con ese fin, los inversores deben buscar asesoramiento jurídico y financiero independiente, incluido asesoramiento sobre las consecuencias fiscales, antes de tomar una decisión de inversión.

Las tablas y los gráficos que se facilitan en este documento tienen fines meramente ilustrativos. **La rentabilidad pasada no garantiza resultados futuros.**

Los índices no se gestionan y no incluyen gastos, comisiones ni gastos de ventas. No es posible invertir directamente en un índice. Cualquier índice al que se hace referencia en este documento es propiedad intelectual (incluidas las marcas registradas) del licenciatario correspondiente. Cualquier producto basado en un índice no está de ninguna manera patrocinado, respaldado, vendido o promocionado por el licenciatario aplicable y no tendrá ninguna responsabilidad con respecto al mismo.

Este material no es un producto del Departamento de Morgan Stanley Research y no debe considerarse como un material de investigación o una recomendación.

La Compañía no ha autorizado a los intermediarios financieros a utilizar y distribuir este material, a menos que dicho uso y distribución se realice de conformidad con la ley y la normativa aplicables. Además, los intermediarios financieros deben asegurarse de que la información contenida en este material es adecuada para cualquier persona a la que proporcionen este material en vista de las circunstancias y el propósito de dicha persona. La Compañía no será responsable por el uso o mal uso de este material por parte de dicho intermediario financiero, y no acepta responsabilidad alguna por el mismo.

Este material puede traducirse a otros idiomas. Cuando se realiza una traducción de este tipo, esta versión en inglés sigue siendo definitiva. En caso de discrepancias entre la versión en inglés y cualquier versión de este material en otro idioma, prevalecerá la versión en inglés.

La totalidad o parte de este material no podrá reproducirse, copiarse, modificarse, utilizarse, ni realizarse, mostrarse, publicarse, licenciarse, enmarcarse, distribuirse o transmitirse de forma directa o indirecta, ni tampoco podrá utilizarse para crear un trabajo derivado, ni podrá divulgarse a terceros sin el consentimiento expreso por escrito de la Compañía. Este material no puede estar vinculado a a menos que dicho hipervínculo sea para uso personal y no comercial. Toda la información incluida en el presente documento es de propiedad exclusiva y está protegida por derechos de autor y otra ley aplicable.

Morgan Stanley Investment Management es la división de gestión de activos de Morgan Stanley.

DISTRIBUCIÓN

Este material solo está destinado a personas residentes en jurisdicciones donde dicha distribución o disponibilidad no estaría en contra de las leyes o regulaciones locales, y solo se distribuirá a estas personas.

MSIM, la división de gestión de activos de Morgan Stanley (NYSE: MS), y sus filiales tienen acuerdos para comercializar los productos y servicios de cada una. 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 material ha sido emitido por una o más de las siguientes entidades:

EMEA

Este documento es solo para clientes profesionales/inversores acreditados.

En la UE, los materiales de MSIM y Eaton Vance son emitidos por MSIM Fund Management (Ireland) Limited ("FMIL"). FMIL está regulada por el Banco Central de Irlanda y se constituye en Irlanda como una sociedad privada limitada por acciones con número de registro de sociedad 616661 y tiene su domicilio social en 24-26 City Quay, Dublín 2, DO2 NY19, Irlanda.

Fuera de la UE, los materiales de MSIM son emitidos por Morgan Stanley Investment Management Limited (MSIM Ltd) y están autorizados y regulados por la Autoridad de Conducta Financiera. Registrada en Inglaterra. N.º de registro 1981121. Sede social: 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres E14 4QA.

En Suiza, los materiales de MSIM son emitidos por Morgan Stanley & Co. International plc, London (Zurich Branch) Autorizada y regulada por la Eidgenössische Finanzmarktaufsicht ("FINMA"). Sede social: Beethovenstrasse 33, 8002 Zurich, Suiza.

Fuera de EE. UU. y la UE, los materiales de Eaton Vance son emitidos por Eaton Vance Management (International) Limited ("EVMIL") 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 Milano, Italia. **Países Bajos:** MSIM FMIL (Sucursal de Ámsterdam), Torre Rembrandt, piso 11 Amstelplein 11096HA, Países Bajos. **Francia:** MSIM FMIL (Sucursal de París), 61 rue de Monceau 75008 París, Francia. **España:** MSIM FMIL (Sucursal de Madrid), Calle Serrano 55, 28006, Madrid, España. **Alemania:** MSIM FMIL Fráncfort de Frankfurt, Große Gallusstraße 18, 60312 Fráncfort del Meno, Alemania (Gattung: gema Zweigniederlassung (FDI)). § 53b KWG). **Dinamarca:** MSIM FMIL (sucursal de Copenhague), Gorrissen Federspiel, Axel Towers, Axeltorv2, 1609 Copenhague V, Dinamarca.

MEDIO ORIENTE

Dubái: MSIM Ltd (Oficina representativa, unidad de control 3-7th Floor-Unit 701 and 702, nivel 7, edificio de control 3, Dubai International Financial Centre, Dubai, 506501, Emiratos Árabes Unidos. Teléfono: +97 (0)14 709 7158).

Este documento lo distribuye el Centro Financiero Internacional de Dubái Morgan Stanley Investment Management Limited (oficina representativa), una entidad regulada por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái ("DFSA"). Está concebido para que lo utilicen únicamente clientes profesionales y contrapartes del mercado. Este documento no está concebido para su distribución a clientes minoristas, y los clientes minoristas no deben actuar de acuerdo con la información incluida en este documento.

Este documento se refiere a un producto financiero que no está sujeto a ninguna forma de regulación o aprobación por parte de la DFSA. La DFSA no es responsable de revisar o verificar ningún documento relacionado con este producto financiero. En consecuencia, la DFSA no ha aprobado este documento ni ningún otro documento asociado, ni ha tomado ninguna medida para verificar la información que se establece en este documento, y no tiene ninguna responsabilidad por ello. El producto financiero al que se refiere este documento puede ser ilíquido y/o estar sujeto a restricciones sobre su

reventa o transferencia. Los posibles compradores deben llevar a cabo su propia diligencia debida sobre el producto financiero. Si no comprende el contenido de este documento, debe consultar a un asesor financiero autorizado.

EE. UU.

NO ESTÁ ASEGURADO | NO OFRECE GARANTÍA BANCARIA | PUEDE PERDER VALOR | NO ESTÁ ASEGURADO POR NINGUNA AGENCIA DEL GOBIERNO FEDERAL | NO ES UN DEPÓSITO

América Latina (Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay)

Este material es para su uso exclusivo con un inversor institucional o un inversor cualificado. Toda la información aquí contenida es confidencial y es para los el uso y la revisión del destinatario previsto, y no podrá transmitirse a ningún tercero. Este material se facilita con fines meramente informativos y no constituye una oferta, solicitud o recomendación pública para comprar o vender productos, servicios, valores o estrategias. La decisión de invertir solo debe tomarse después de leer la documentación de la estrategia y de llevar a cabo una diligencia debida exhaustiva e independiente.

ASIA PACÍFICA

Hong Kong: Este material lo distribuye Morgan Stanley Asia Limited para su uso en Hong Kong y solo se pondrá a disposición de "inversores profesionales" según se define en la Ordenanza de Valores y Futuros de Hong Kong (cap. 571). El contenido de este material no ha sido revisado ni aprobado por ninguna autoridad reguladora, incluida la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong. En consecuencia, salvo que se disponga de una exención en virtud de la ley pertinente, este material no se emitirá, distribuirá, dirigirá ni pondrá a disposición del público en Hong Kong. **Singapur:** Este material es distribuido por Morgan Stanley Investment Management Company y no debe considerarse como objeto de invitación para suscripción o compra, ya sea directa o indirectamente, al público o a cualquier miembro del público de Singapur, salvo (i) a un inversor institucional en virtud del artículo 304 de la Ley de Valores y Futuros, Capítulo 289 de Singapur ("SFA"); (ii) a una "persona relevante" (que incluye a un inversionista acreditado) de conformidad con el artículo 305 de la SFA, y dicha distribución se realiza de conformidad con las condiciones especificadas en el artículo 305 de la SFA; o (iii) de otra manera de conformidad con las condiciones de cualquier otra disposición aplicable de la SFA. Esta publicación no ha sido revisada por la Autoridad Monetaria de Singapur. **Australia:** Este material lo facilita Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Ltd ABN 22122040037, AFSL n.º 314182 y sus filiales y no constituye una oferta de intereses. Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited dispone que las filiales de MSIM presten servicios financieros a clientes mayoristas australianos. Los intereses solo se ofrecerán en circunstancias en las que no se requiera divulgación en virtud de la Ley de Sociedades de 2001 (Cth) (la "Ley de Sociedades"). Cualquier oferta de intereses no pretenderá ser una oferta de intereses en circunstancias en las que la divulgación se requiera en virtud de la Ley de Sociedades y solo se hará a personas que cumplan los requisitos para ser "cliente mayorista" (según se define en la Ley de Sociedades). Este material no se presentará ante la Comisión de Valores e Inversiones de Australia.

Japón

Para los inversores profesionales, este material se distribuye o distribuye con fines meramente informativos. Para aquellos que no son inversores profesionales, este material se proporciona en relación con Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. ("MSIMJ") con respecto a los acuerdos de gestión de inversiones discretionales ("IMA") y los acuerdos de asesoramiento de inversiones ("IAA"). Esto no tiene por objeto una recomendación o solicitud de transacciones ni ofrece ningún instrumento financiero en particular. En virtud de un IMA, con respecto a la gestión de activos de un cliente, el cliente prescribe políticas de gestión básicas por adelantado y encarga a MSIMJ que tome todas las decisiones de inversión basadas en un análisis del valor, etc. de los valores, y MSIMJ acepta dicha comisión. El cliente delegará a MSIMJ las autoridades necesarias para realizar la inversión. MSIMJ ejerce las autoridades delegadas en función de las decisiones de inversión de MSIMJ, y el cliente no deberá dar instrucciones individuales. Todas las ganancias y pérdidas de inversión pertenecen a los clientes; el principal no está garantizado. Tenga en cuenta los objetivos de inversión y la naturaleza de los riesgos antes de invertir. Como comisión de asesoramiento de inversión para una IAA o una IMA, se incurrirá en el importe de los activos sujetos al contrato multiplicado por una determinada tasa (el límite superior es del 2,20% anual (impuestos incluidos) en proporción al periodo del contrato. Para algunas estrategias, se puede incurrir en una comisión de contingencia además de la comisión mencionada anteriormente. También se pueden incurrir en cargos indirectos, como comisiones de corretaje para valores incorporados. Dado que estos cargos y gastos son diferentes dependiendo de un contrato y otros factores, MSIMJ no puede presentar las tasas, los límites superiores, etc. por adelantado. Todos los clientes deben leer detenidamente los documentos proporcionados antes de la celebración de un contrato antes de formalizar un acuerdo. Este material es distribuido en Japón por MSIMJ, con número de registro 410 (director de la Oficina de Finanzas Locales de Kanto [empresas de instrumentos financieros]), Membresía: Japan Securities Dealers Association, Investment Trusts Association, Japan, Japan Investment Advisers Association y Type II Financial Instruments Firms Association.