Morgan Stanley

INVESTMENT MANAGEMENT

Opportunity Optimum

EQUIPO GLOBAL OPPORTUNITY | ABRIL DE 2022 | NÚM. 1

"A menudo se pierde la oportunidad porque viene vestida con un mono y parece un trabajo".

– Thomas Edison, Inventor

¡Bienvenidos a la primera edición de *Opportunity Optimum!* En esta serie de artículos, abordaremos **cómo y dónde estamos encontrando las mejores oportunidades para invertir en todo el mundo**. Esperamos que estos artículos le sean de utilidad para su filosofía y su proceso de inversión propios y quizá también le despierten algunas ideas. No dude en hacernos llegar sus opiniones y los temas que le gustaría que abordáramos en futuras ediciones.

Para contextualizar este artículo, apuntamos que los fundamentales de las compañías de alta calidad en las que aspiramos invertir tienden a no ser tan volátiles como los precios de las acciones subyacentes, por lo que en cada momento pueden surgir oportunidades de inversión sustanciales, tanto en acciones concretas como para el conjunto de la cartera. Así pues, este artículo analizará algunos de los principales errores que creemos que está cometiendo el mercado y la medida en que las compañías de la cartera están ejecutando sus estrategias de negocio en este entorno económico.

En esta primera edición de *Opportunity Optimum*, tratamos:

1. La razón fundamental para (prácticamente) ignorar la **inflación y los tipos de interés**
2. **El riesgo principal de la inversión pasiva** para las rentabilidades de los índices en el mundo que nos deja la pandemia de COVID-19
3. Los fundamentales de las compañías de las estrategias Opportunity, valorando en profundidad **las caídas desde máximos y los periodos de recuperación históricos**

AUTORES

KRISTIAN HEUGH
Managing Director
Responsable del equipo Global Opportunity
CIO adjunto de Counterpoint Global

MARC FOX
Managing Director

EMILY TSUI
Executive Director

La razón fundamental para (prácticamente) ignorar la inflación y los tipos de interés

Pensamos que el relato dominante en el mercado de que el aumento de la inflación y los tipos de interés incide negativamente en las compañías con tasas de crecimiento más altas es claramente erróneo. Sehan tomado numerosos atajos en los cuales los tertulianos de la televisión puedan expresar palabras vacias y análisis simplistas que ensombrecen la realidad, por lo que llevará su tiempo corregirlos.

Suele resultar seguro pasar por alto la obsesión de las masas al respecto de unas variables macroeconómicas difíciles y aparentemente vagas a la hora de analizar el potencial de creación de valor a largo plazo de una compañía. Por ejemplo, ¿la pendiente de la curva de tipos de algún año en particular le dijo algo sobre lo elevado que sería el porcentaje de servicios de comercio electrónico y web de Amazon.com[1] al mirarla en 2006? Si hubiera conocido con máxima certeza la tasa de crecimiento del producto interior bruto (PIB) de todos y cada uno de los países, así como los niveles de inflación y los tipos de interés, con una antelación de 20 años, ¿habría tenido información suficiente para saber si comprar o vender Alphabet o Hermès? ¡Naturalmente que no! Estas variables macroeconómicas contribuyen de manera limitada a la hora de analizar compañías concretas y valorar (1) la negociación relativa a corto plazo entre factores que rotan con frecuencia y no son muy previsibles y (2) sectores altamente cíclicos y dependientes de la regulación y de ayudas públicas para mantener un posicionamiento competitivo.

Nuestra filosofía de inversión, en cambio, procura invertir en oportunidades óptimas para convertir grandes descuentos frente al valor intrínseco en alfa a largo plazo. Por tanto, esperamos que pueda apreciar cómo variables como la inflación y los tipos de interés rara vez resultan relevantes en este tipo de análisis fundamental. Hemos pensado que sería, por tanto, interesante abordar las cuestiones de la inflación y los tipos de interés como un inversor fundamental real (*¡la diversión está en el ojo del observador!*). ¿Qué sucedería si aplicáramos estas sacudidas a la situación macroeconómica a través de un análisis de los flujos de efectivo descontados con un enfoque de principios fundamentales? ¿Descubriríamos algo que hiciera cambiar nuestra visión bottom-up, basada en los fundamentales del mundo? Esperamos que los resultados sean de su interés.

Tomemos dos compañías hipotéticas: la primera es una empresa madura cuyos ingresos se prevé que aumenten a una tasa de crecimiento anual compuesto (CAGR) del 5% durante los 10 próximos años; la segunda es una compañía que se encuentra en un momento anterior de su fase de crecimiento, digamos, "emergente", y se prevé que sus ingresos aumenten a una CAGR del 15% durante los 10 próximos años.

GRÁFICO 1

"Principios fundamentales" para determinar el impacto en la valoración de la variación de los tipos y la inflación

Análisis de sensibilidad del modelo de flujos de efectivo descontados

	LOS TIPOS REALES SUBEN 100 PB	LA INFLACIÓN SUBE 100 PB
Compañía madura	-6,6%	+20,8%
Compañía emergente	-7,3%	+22,9%

Fuente: Morgan Stanley Investment Management. Datos a 31 de marzo de 2022. Con fines meramente ilustrativos. Los datos representan cómo el valor podría llegar a cambiar si los tipos reales y la inflación subieran 100 pb. Este análisis se basa en compañías con una CAGR del 5% y el 15%, manteniéndose constantes todas las demás variables.

En el primer supuesto, si el tipo de interés real en Estados Unidos aumenta 100 puntos básicos (pb), es decir, que los tipos de interés nominales suben más rápidamente que la inflación, el valor intrínseco de una compañía madura que crece más lentamente se verá afectado negativamente en un 6,6%, mientras que tan solo existe un efecto ligeramente más negativo del 7,3% en el caso de la compañía emergente con un crecimiento mucho más rápido. Dicho de otra manera, existe una diferencia de menos de un punto porcentual en los efectos para el valor intrínseco, mucho menor y no tan significativo como la expectativa del mercado que indica la divergencia en la rentabilidad de los factores en los últimos años. **En un entorno en el que numerosos emisores de crecimiento han registrado rentabilidades relativas negativas del 40% o más en los últimos meses, parece haber una reacción excesiva a la que debería ser una sensibilidad a los tipos de interés ligeramente inferior al 1%.** Esta desconexión genera una oportunidad en términos relativos.

Para ser totalmente justos con los partícipes del mercado, nuestro análisis también ha confirmado que, en términos absolutos, según el análisis de flujos de efectivo descontados, el conjunto de los mercados bursátiles debería caer en torno a un 7% por cada punto porcentual de aumento de los *tipos de interés reales*. Consideramos que se trata de un aspecto que los mercados han abordado debidamente y, en efecto, numerosos partícipes del mercado

[1] Fuente: Morgan Stanley Investment Management. Datos a 31 de diciembre de 2021, con base en la cuenta representativa de Global Opportunity Strategy; Amazon suponía el 4,7% de la cartera y Hermès suponía el 3,1% a 31 de diciembre de 2021. Con base en la cuenta representativa de la estrategia Asia Opportunity; Amazon y Hermès suponían el 0% de la cartera a 31 de diciembre de 2021. Las posiciones pueden variar a diario. Las posiciones revisten fines meramente ilustrativos y no constituyen asesoramiento de inversión o recomendaciones con respecto a los valores que aquí se mencionan ni deben interpretarse en forma alguna como tales. Cada cartera puede ser diferente, ya que cada una cuenta con directrices y restricciones de inversión específicas. Esta cartera se gestiona de forma activa, por lo que las posiciones podrían no ser actuales.

consideran que las cifras son mucho más sustanciales que esta sensibilidad. Sin embargo, el problema con el análisis de numerosos partícipes es que aplican este fundamento absoluto para unas cotizaciones algo menores a partir de unos tipos reales más elevados y llevan ese elemento de verdad a ejemplos y supuestos que en realidad no guardan conexión con el origen de la idea.

Recuerde que lo que estamos abordando en este artículo son las variaciones de los tipos de interés *REALES*.

- Variación de los tipos de interés reales = (1+ variación de los tipos de interés nominales) / (1+ tasa de inflación) -1.
- En el caso de valores porcentuales bajos de estas variables, se puede simplificar en Variación de los tipos reales = Variación de los tipos de interés nominales – Inflación.

Una proporción muy elevada de los tertulianos de la televisión y aquellos que comentan sobre los mercados apuntan al aumento de los tipos de interés para explicar el rumbo de los mercados en el pasado y en el futuro. Sin embargo, de lo que hablan casi exclusivamente es sobre las subidas de los tipos de interés nominales. ¿Alguien se ha acordado de tener en cuenta la inflación? La inflación parece estar subiendo bastante y estamos seguros de que ha oído hablar mucho de ello. Simplemente fijándonos en la ecuación, descubrimos que **cuanto mayor es la inflación, menor es el tipo de interés real**. Pero, ¿significa eso que una inflación más alta puede INCREMENTAR las cotizaciones? Vamos a verlo.

En este segundo supuesto, si la inflación aumenta 100 pb permanentemente, sin cambios en la tasa de descuento, las compañías, quizá de forma sorprendente, ven incrementado su valor entre un 21-23%. Por supuesto, no pensamos que haya que abordar estas variables de forma aislada. Si la inflación sube, puede que también aumenten los tipos de interés nominales, al menos, eventualmente (la Reserva Federal no permanece en silencio para siempre). Sin embargo, es la interacción entre las variables la que determina el tipo de interés real y es el tipo de interés real el que determina el valor fundamental de las acciones. El mercado parece haber tratado la inflación y los tipos nominales como factores negativos para los precios de las acciones, en concreto, en el caso de las compañías que están creciendo rápidamente. Sin embargo, si la inflación sube en línea con los tipos de interés, los tipos reales no varían. Este principio básico de la valoración se ha perdido recientemente en el mercado.

Un momento: ¿cómo podría la inflación ser positiva para las acciones? Recuerde que las compañías generan ingresos en dólares nominales. Si el precio de un bolso Birkin de Hermès sube un 8%, Hermès genera más ingresos nominales en la venta. Si la cuenta en un restaurante, pagada con una Mastercard[2], se incrementa un 10% interanual por la inflación, Mastercard también genera más ingresos. Así pues, mientras a numerosos partícipes del mercado les preocupa actualmente la inflación, no reconocen que, en conjunto, no es la inflación por sí sola ni los tipos de interés nominales por sí solos los que determinan el nivel global de precios de las acciones, sino la interconexión entre la inflación y los tipos nominales.

Además, al analizar incluso con mayor detenimiento el impacto de estas variables en cada compañía, comprobamos que las empresas que son capaces de repercutir en los precios las subidas de los costes de venta, generales y administrativos y de investigación y desarrollo son las que efectivamente se benefician de la inflación. Las compañías con capacidad de fijación de precios pueden aprovechar este entorno para subir los precios incluso por encima de la inflación porque, si los clientes se acostumbran a las subidas de los precios de la mayoría de los productos y los servicios de la economía, serán incluso menos sensibles a aquellos que desean de manera intensa o que necesitan de forma ineludible. La mayoría de las compañías de productos ya considerados básicos con bajos márgenes de beneficio bruto se verán lastradas por el incremento de la inflación, pues puede que se tomen su tiempo para elevar los precios a sus clientes finales tras los encarecimientos de sus materias primas —si es que logran elevar los precios—. El componente laboral también incidirá en la ecuación, pero tiende a ir por detrás de la inflación de los costes variables de los factores físicos.

No existe una regla general sencilla al respecto del marco temporal para todas estas circunstancias, pero lo que nos alienta es que seleccionamos expresamente nuestras compañías por su enorme potencial finalista y su carácter único. Se trata de compañías que pensamos que cuentan con una capacidad de fijación de precios sólida a lo largo del tiempo. Es de esperar que esta capacidad les sea de utilidad durante la fase de volatilidad económica a la que estamos asistiendo en este ciclo, pues la capacidad de fijación de precios que las diferencia puede llegar a resultar en niveles más altos de ingresos y rentabilidad.

Sí, es mucha información que asimilar, así que **resumamos.**

1. Si la inflación y los tipos de interés suben en la misma proporción, no existe diferencia justificable en las cotizaciones ni en términos absolutos ni en términos relativos.

[2] Fuente: Morgan Stanley Investment Management. Datos a 31 de diciembre de 2021, con base en la cuenta representativa de Global Opportunity Strategy; Mastercard suponía el 6,9% de la cartera a 31 de diciembre de 2021. Con base en la cuenta representativa de la estrategia Asia Opportunity; Mastercard suponía el 0% de la cartera a 31 de diciembre de 2021. Las posiciones pueden variar a diario. Las posiciones revisten fines meramente ilustrativos y no constituyen asesoramiento de inversión o recomendaciones con respecto a los valores que aquí se mencionan ni deben interpretarse en forma alguna como tales. Cada cartera puede ser diferente, ya que cada una cuenta con directrices y restricciones de inversión específicas. Esta cartera se gestiona de forma activa, por lo que las posiciones podrían no ser actuales.

2. Si la inflación sube más que los tipos de interés, el valor teórico de las compañías aumenta y las que cuentan con capacidad para fijar precios disponen de una mayor ventaja relativa.
3. Si los tipos de interés aumentan más que la inflación, el valor de las acciones desciende y el valor fundamental de las acciones de estilo growth es tan solo algo más bajo que la media.

Somos conscientes de que puede resultar complicado aceptar estas conclusiones, pero tan solo son deducciones lógicas de las ecuaciones de valoración. Si le sigue resultando complicado, recuerde que prácticamente todas las acciones son, por naturaleza, de duración larga. Así pues, a la hora de analizar diferentes acciones, tenga en cuenta que cada una suele ser más similar a otra que los diferentes plazos de la curva de los valores del Tesoro. Un valor del Tesoro a 2 años frente a otro a 10 años presenta una diferencia de duración enorme, con un factor aproximado de 5.

Una acción de rápido crecimiento frente a otra de crecimiento más lento suele presentar una diferencia en duración inferior al 50%, es decir, un factor de 0,5: se trata de un parámetro significativamente menor que la sensibilidad a la duración del extremo corto frente al largo de la curva de rentabilidades de los bonos. Así pues, mientras la duración relativa es el lenguaje de los bonos y cobra pleno sentido en esta clase de activos, se ha empezado a utilizar en exceso en el caso de las acciones y de un modo desproporcionado. Esta circunstancia genera numerosas oportunidades para quienes miran al largo plazo.

Riesgo principal de la inversión pasiva

En el apartado anterior, tratábamos de poner de manifiesto la estimación excesiva del riesgo por parte del mercado y, en este, abordamos la infravaloración del riesgo. Esperamos que esto cause cierto debate y un replanteamiento sobre dónde encontrar valor.

Los mercados de renta variable han registrado rentabilidades sólidas desde el inicio de la pandemia de COVID-19; el índice MSCI All Country World (ACWI) ha subido un 25% y el índice S&P 500, un 40% con respecto a sus máximos previos a la pandemia[3]. Sin embargo, si analizamos la situación más de cerca, observamos que las rentabilidades de los índices se deben principalmente a la evolución de las 15 compañías más importantes del índice de referencia, **reflejo de una huida hacia la seguridad percibida en plena volatilidad del mercado.**

Consideramos que este extremo también pone de manifiesto un posible **riesgo de concentración del índice**, pues la ponderación global de las 15 compañías principales representa más del 20% del índice MSCI ACWI (a 24 de marzo de 2022). Hipotéticamente, si las acciones de las 15 compañías principales corrigieran su evolución hacia sus máximos previos al inicio de la pandemia de COVID-19, las 15 compañías caerían aproximadamente un 41%, lo cual supone un descenso aproximado del 8% frente al MSCI ACWI. Por otra parte, las otras 2.926 compañías del MSCI ACWI representan menos del 80% de la ponderación del índice de referencia y se negocian un 0,2% por debajo de sus máximos anteriores a la pandemia de COVID-19 en términos agregados. **Los índices de referencia por estilos, regiones y países, como el S&P 500, suelen presentar una mayor concentración por un factor de 2 o superior** que el índice MSCI ACWI, lo cual crea un potencial de caída desde máximos incluso mayor.

Estas compañías con mayor ponderación muestran tendencias de negocio sólidas que han supuesto un importante impulso durante muchos años, en concreto, durante la pandemia de COVID-19. Sin embargo, observamos que el mercado parece estar dividido en dos partes: una está formada por **las 15 compañías principales; la otra, por todos los demás emisores. Las 15 compañías más importantes superan casi en dos tercios sus niveles anteriores a la COVID-19. ¡El resto del mercado está plano frente a sus niveles previos a la pandemia!** ¿Las perspectivas para las 15 compañías principales han avanzado solo en estos dos años en tal medida que son mejores que las de cualquier otra compañía del mundo?

Puede que todos los estímulos desplegados a escala global y el cambio de los modelos de negocio hacia un mundo digital hayan ayudado al valor medio de las compañías de una manera que no reflejan los mercados, lo que significaría que las 15 compañías no estarían necesariamente sobrevaloradas, sino que el resto de las empresas estarían infravaloradas. Carecemos de una visión directa en este sentido porque no creemos en clasificar en exceso las acciones por factores, pues proceder de ese modo no determina el valor fundamental a largo plazo de cada posición única. Sin embargo, como ha sucedido con la mayor rotación de factores de valor durante más de 20 años, estos factores pueden suponer un gran impacto a corto plazo en la rentabilidad y, por ende, crear oportunidades o riesgos.

En el caso de los inversores que buscan una exposición amplia a la renta variable, nos mostraríamos cautos en cuanto a la exposición pasiva a índices globales, pues consideramos que numerosos inversores se esconden en compañías con las mayores capitalizaciones de mercado por su percepción de seguridad, de un modo similar a lo que sucedió hacia finales de 2008 durante la crisis financiera global, cuando sectores como sanitario y consumo estable fueron objeto de compras excesivas antes de la inversión, la rotación y la recuperación sustanciales de 2009. Una mejor estrategia podría ser mostrar un enfoque activo en los casos en que surjan oportunidades. Si invierte en

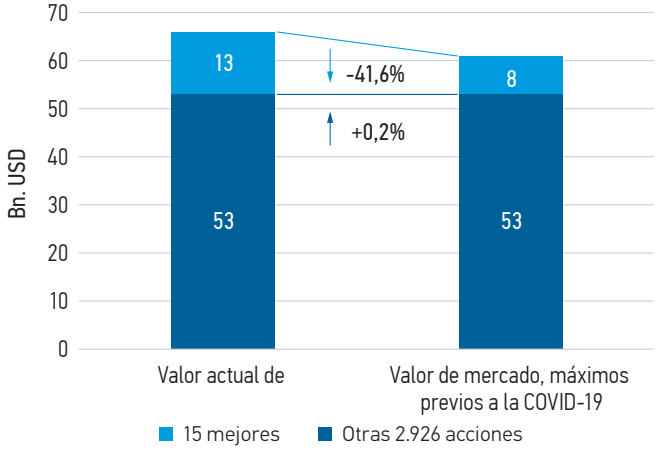
[3] La rentabilidad del MSCI ACWI se refiere al periodo comprendido entre el 31 de enero de 2020 y el 31 de marzo de 2022 y la del S&P 500, al periodo comprendido entre el 31 de enero de 2020 y el 31 de marzo de 2022

emisores distintos de los 15 más destacados, obtendrá una capitalización de mercado plana con respecto a hace dos años, con numerosas compañías en una situación mucho mejor, transformadas digitalmente y con unas perspectivas de ingresos y flujos de caja muy superiores.

GRÁFICO 2

La huida hacia la seguridad percibida comprando las 15 mejores acciones puede suponer un riesgo significativo de concentración de mercado

Valor de mercado actual de los componentes del índice MSCI ACWI en comparación con los máximos previos a la COVID-19



Fuente: Morgan Stanley Investment Management, Factset.

Nota: El valor de mercado actual refleja datos a 31 de marzo de 2022. El valor de mercado ajustado y la ponderación ajustada suponen que las cotizaciones recuperan sus máximos previos a la COVID-19. Máximo previo a la COVID-19" se refiere a la cotización más alta registrada entre 2018 y el 29 de febrero de 2020. Se supone para las acciones que salieron a cotización más tarde un máximo hipotético anterior a la COVID-19 del 3,7% inferior a sus precios actuales, para reflejar la variación del MSCI ACWI. La información hipotética se ofrece con fines meramente ilustrativos y no tiene como fin predecir rentabilidades futuras.

Revisión de los fundamentales

Todas las inversiones en nuestras carteras se deben concebir como una alianza no solamente con nosotros, sino también con las compañías mismas. A su vez, la rentabilidad a largo plazo de nuestras carteras de renta variable dependerá de que grandes compañías lleven a término su visión para el futuro. Naturalmente, trataremos de comprar todas nuestras posiciones con un descuento considerable con respecto a su valor intrínseco y, si consideramos que alguna de ellas se negocia por encima de este, procuraremos venderla. Este enfoque brinda una gran cantidad de valor que las compañías pueden destinar a impulsar el patrimonio a lo largo del tiempo mediante el crecimiento de su negocio. Por tanto, pensamos que sería interesante compartir parte de los parámetros fundamentales para la cartera insignia de nuestro equipo: Global Opportunity.

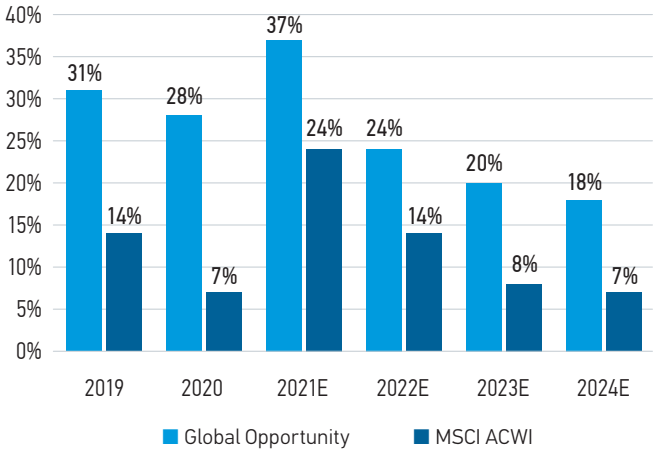
El pasado año, a pesar de toda la volatilidad económica y el ruido en los mercados y todo lo que se habló sobre tipos de interés e inflación, nuestras posiciones parecieron obtener resultados extremadamente positivos:

- En el caso de Global Opportunity, según las cifras de consenso de Factset, tras aumentar los ingresos a una media ponderada del 31% en 2019 y del 28% en 2020, el año en el que comenzó la pandemia de COVID-19, nuestras **posiciones vieron acelerado su crecimiento hasta el 37% en 2021** y se espera que crezcan a una tasa compuesta del 18%-24% en los tres próximos años.
- Asimismo, **las estimaciones del consenso por el lado de venta sobre ingresos de las posiciones de**

GRÁFICO 3

La mejora de los fundamentales de las compañías en cartera

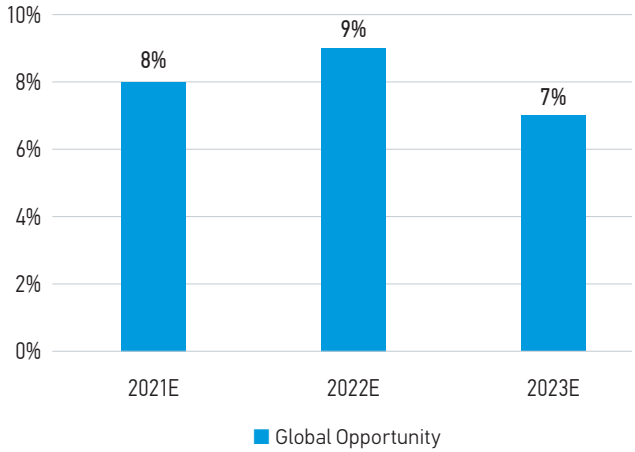
Crecimiento interanual de las ventas



Datos a 31 de marzo de 2022. Fuente: Morgan Stanley Investment Management, Factset.

Nota: La información se basa en las posiciones de la cuenta representativa de la estrategia a 31 de marzo de 2022 y las estimaciones de consenso sobre el crecimiento interanual de las ventas. Con fines meramente ilustrativos. Las estimaciones que se facilitan en este documento pueden variar y no llegar a materializarse. Cada cartera puede ser diferente ya que cada una cuenta con directrices y restricciones de inversión específicas. Por consiguiente, los resultados individuales variarán. Estimaciones calculadas empleando la media ponderada.

Revisiones del crecimiento de las ventas en los últimos 12 meses



Datos a 31 de marzo de 2022. Fuente: Morgan Stanley Investment Management, Factset.

Nota: La información se basa en las posiciones de la cuenta representativa de la estrategia a 31 de marzo de 2022 y la variación en 12 meses de las estimaciones de consenso. Con fines meramente ilustrativos. Las estimaciones que se facilitan en este documento pueden variar y no llegar a materializarse. Cada cartera puede ser diferente ya que cada una cuenta con directrices y restricciones de inversión específicas. Por consiguiente, los resultados individuales variarán. Estimaciones calculadas empleando la media ponderada.

las carteras para 2021, para 2022 y para 2023 se revisaron al alza el pasado año en un 7%-9%

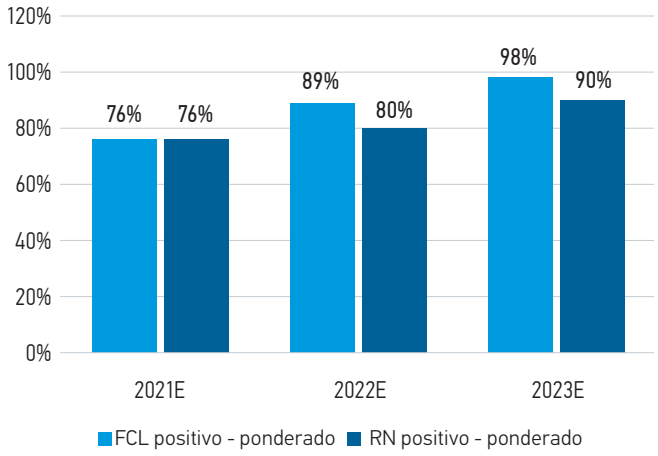
Al extender nuestro análisis a otras partes de los estados financieros, comprobamos que **las posiciones de Global Opportunity tienen, de media, un ratio de efectivo neto frente a recursos propios del 7%**, frente a un ratio de endeudamiento neto frente a recursos propios del 30% del mercado[4]. Esto significa que, en términos fundamentales, si los tipos de interés aumentan a partir de ahora, nuestras compañías, por término medio, podrán obtener más ingresos por intereses, mientras que la compañía media del mercado deberá pagar para atender una mayor carga de deuda. Asimismo, numerosas compañías podrían tener dificultades para financiar sus inversiones en inmovilizado y las ampliaciones de su capital circulante en un entorno caracterizado por las subidas de los tipos de interés. Esta es una consecuencia natural de que la tir del bono del Tesoro estadounidense a 10 años ha aumentado en más del doble con respecto a sus mínimos. Sin embargo, pregúntese: ¿a qué tipo de compañía afectará esto más en clave fundamental? ¿A la compañía rentable que se financia por sí sola, con escasas necesidades de capital y altas cifras de retorno sobre el capital invertido? ¿O la compañía más afectada será la que soporte una carga de deuda elevada, con una capacidad incierta de trasladar la inflación de las materias primas a sus clientes finales por la falta de un carácter único, tasas de retorno sobre el capital bajas y gastos por intereses elevados?

Si piensa como nosotros, concluirá que las características propias de las compañías de alta calidad pueden contribuir a proteger a las compañías de las clases de volatilidad económica que vemos actualmente en la economía global. Efectivamente, este entorno puede incluso jugar a su favor.

También nos gustaría destacar que, al contrario de lo que algunas personas pueden presuponer, las compañías en las que invertimos son en su mayoría bastante rentables. No todas las compañías en las que invertimos tienen que serlo a corto plazo, pero confiamos en que incluso las que no lo son están llevando a cabo las inversiones adecuadas para aumentar al máximo el resultado a largo plazo que pueden llegar a alcanzar sus negocios, y respaldamos esas inversiones. A decir verdad, tendemos a decantarnos por aquellas compañías que, incluso aunque no sean ya rentables atendiendo a sus flujos de caja libre, están muy cerca de serlo y ya resultan bastante rentables por unidad adicional. Así pues, tenemos un mayor nivel de visibilidad acerca del modelo de márgenes a largo plazo del negocio para cuando llegue el crecimiento de los ingresos. En síntesis, estimamos que el 76% de nuestras compañías ya fueron rentables desde los puntos de vista del resultado neto y del flujo de caja libre en 2021 y, según las previsiones de consenso de Factset, en 2023 esta cifra pasará a ser del 90% por resultado neto y el 98% de la cartera generará flujos de caja libre. Esperamos que todo esto termine con la idea de que no nos gustan las compañías rentables.

GRÁFICO 4

Ratio de rentabilidad prevista para la cartera según las expectativas de consenso sobre flujo de caja libre (FCL) y resultado neto (RN)



Datos a 31 de marzo de 2022. Fuente: Morgan Stanley Investment Management, Factset.

Nota: La información se basa en las posiciones de la cuenta representativa de Global Opportunity Strategy a 31 de marzo de 2022 y las estimaciones de consenso sobre flujo de caja libre y resultado neto. Con fines meramente ilustrativos. Las estimaciones que se facilitan en este documento pueden variar y no llegar a materializarse. Cada cartera puede ser diferente ya que cada una cuenta con directrices y restricciones de inversión específicas. Por consiguiente, los resultados individuales variarán.

A pesar de los grandes fundamentales por crecimiento de los ingresos, balances y rentabilidad, las situaciones de mercado complicadas pueden resultar desesperanzadoras para todos nosotros. Dicho esto, sí deseamos comunicar un mensaje más positivo porque es sincero y es nuestra guía. Nos estimula la volatilidad en nuestro afán por encontrar las oportunidades óptimas para todas nuestras carteras. Queremos asegurarnos de que, según dejamos atrás esta rotación de factores, hayamos optimizado la cartera lo más posible y hayamos sido receptivos a nuevas ideas de las que puede que dudáramos en el pasado. Dado que las valoraciones se han hundido en determinados segmentos del mercado, estamos dando con más ideas potenciales que se negocian con descuentos sustanciales con respecto a su valor intrínseco que nunca antes en la historia reciente. Estos entornos del mercado nos estimulan verdaderamente y centran al equipo en nuestra misión. Hemos atravesado periodos así antes y hemos salido más fuertes cada vez. De hecho, hemos aprovechado la oportunidad de incorporar nuevos inversores al equipo en los seis últimos meses para que contribuyan a sacar el máximo provecho de estas oportunidades del mercado. Invertir a largo plazo forma parte de nuestra cultura como equipo, que se plasma en nuestro personal y nuestra filosofía de inversión, y de nosotros siempre podrá esperar que actuemos mirando al largo plazo.

[4] Fuente: Morgan Stanley Investment Management, Factset. La información se basa en las posiciones de la cuenta representativa de Global Opportunity Strategy y el índice de referencia MSCI ACWI a 31 de marzo de 2022. Cada cartera puede ser diferente ya que cada una cuenta con directrices y restricciones de inversión específicas. Por consiguiente, los resultados individuales variarán.

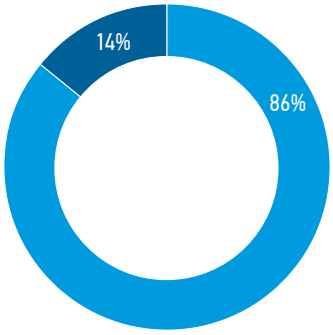
GRÁFICO 5

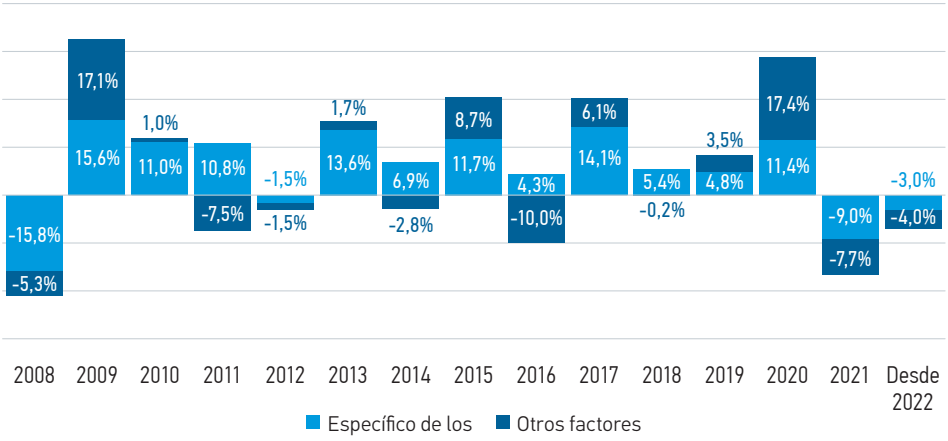
Con horizontes temporales más prolongados, la selección de acciones tiende a impulsar las rentabilidades

Aportación al excedente de rentabilidad, selección de valores frente a otros factores

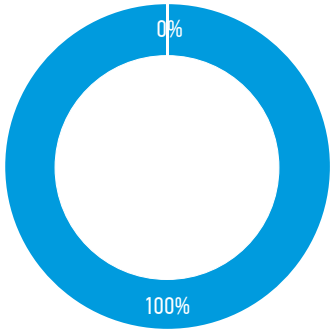
Cuenta representativa de Global Opportunity Strategy

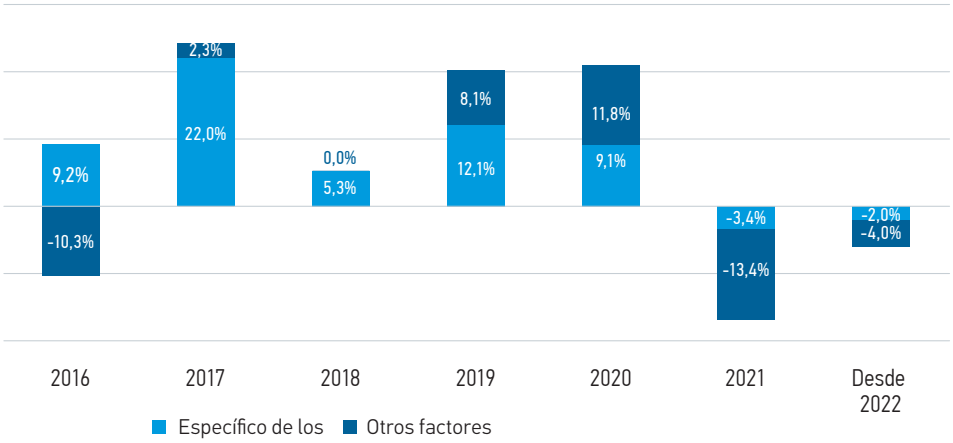
Proporción de excedente de rentabilidad atribuible a la selección de valores frente a la asignación por factores, desde el lanzamiento asignación por factores,*
Excedente de rentabilidad atribuible a la selección de valores frente a la por año natural





Cuenta representativa de Asia Opportunity Strategy





Los datos de rentabilidad indicados se refieren a rendimientos pasados, por lo que no son garantía de resultados futuros. La rentabilidad actual podría ser menor o mayor que la que indican los datos que se muestran. La información que se muestra se basa en la cuenta representativa de Global Opportunity Strategy desde la fecha de lanzamiento, el 31 de mayo de 2008, al 31 de marzo de 2022, y la cuenta representativa de Asia Opportunity Strategy desde la fecha de lanzamiento, el 31 de marzo de 2016, al 31 de marzo de 2022. La información se muestra una vez descontadas las comisiones de asesoramiento/gestión de inversiones, se expresan en USD e incluyen la reinversión de los dividendos y las rentas. Los datos que se muestran se facilitan con fines meramente informativos y no se deben interpretar como una recomendación para invertir. Las comisiones y los gastos reales de las carteras diferirán de los de la cuenta representativa, lo cual puede causar que su rentabilidad difiera. No se garantiza que estas cifras vayan a ser sustancialmente similares en el futuro. Cada cartera puede ser diferente ya que cada una cuenta con directrices y restricciones de inversión específicas. Por consiguiente, los resultados individuales variarán.

Algunos de los factores son el sector, la moneda, el país, la renta variable mundial y los índices de riesgo. Fuente: MSCI Barra. Datos a 31 de marzo de 2022.

En el último año, este conjunto de oportunidades a largo plazo se ha ampliado a nuevos mercados, entre los que se encuentran Corea, la India, Asia sudoriental y América Latina. Las nuevas posiciones abarcan líderes de grandes mercados con escasa penetración como la banca digital, el ocio en directo, el comercio electrónico, la entrega de comida a domicilio y la movilidad. También hemos reasignado activos a posiciones en las que consideramos que las valoraciones de mercado se han desconectado de los valores intrínsecos, en ámbitos como el software como servicio, la movilidad, el comercio electrónico y la banca digital.

La mentalidad de propiedad a largo plazo del equipo de inversión nunca flaquea: seguimos centrándonos en potenciar el perfil de riesgo y rentabilidad de las carteras durante los próximos 5-10 años, nunca en el trimestre o los dos trimestres próximos, en línea con nuestro horizonte temporal y nuestros incentivos a largo plazo.

Caídas desde máximos y periodos de recuperación

Tal y como ha puesto de manifiesto la evolución de Global Opportunity Strategy durante cerca de los últimos 15 años, la aportación del riesgo no específico a la rentabilidad tiende a normalizarse con el tiempo: es verdad que algunos años se dan factores que impulsan la rentabilidad, mientras que otros, como el pasado, el viento viene de cara. Este es, ni más ni menos, el coste de la inversión activa. Si trata de programar todas las rotaciones del mercado, incurrirá en importantes costes de negociación y puede que incluso sufra la rentabilidad relativa negativa a corto plazo que trataba de impedir. Una analogía que nos gusta utilizar para describir este fenómeno proviene de la trilogía de Matrix, en la cual Neo, el protagonista, emprende una aventura para ver a la sabia Oráculo; al entrar Neo en su cocina, Oráculo le dice que no se preocupe por el jarrón.

Neo, naturalmente, golpea acto seguido el jarrón, que cae al suelo y se rompe en pedazos de forma irrecuperable.

GRÁFICO 6

Los mejores momentos para invertir se han producido durante la recuperación tras un año de rentabilidad relativa negativa

Global Opportunity Strategy

Rentabilidad en periodos consecutivos frente al índice MSCI All Country World

					RECUPERACIÓN TRAS 12 MESES DE RENTABILIDAD RELATIVA NEGATIVA	
PERIODOS CONSECUTIVOS	PERIODOS DESDE EL LANZAMIENTO	NÚM. RENTABILIDAD RELATIVA POSITIVA	NÚM. RENTABILIDAD RELATIVA NEGATIVA	TASA % DE ÉXITO	TASA % DE ÉXITO	ALFA (%)
1A	159	131	28	82%	95%	21.1%
2A	147	136	10	93%	100%	34.6%
3A	135	135	0	100%	100%	50.8%

Asia Opportunity Strategy

Rentabilidad en periodos consecutivos frente al índice MSCI All Country Asia ex Japan

					RECUPERACIÓN TRAS 12 MESES DE RENTABILIDAD RELATIVA NEGATIVA	
PERIODOS CONSECUTIVOS	PERIODOS DE SDE LANZAMIENTO	NÚM. RENTABILIDAD RELATIVA POSITIVA	NÚM. RENTABILIDAD RELATIVA NEGATIVA	TASA % DE ÉXITO	TASA % DE ÉXITO	ALFA (%)
1A	63	50	13	79%	100%	33.9%
2A	51	49	2	96%	100%	37.7%
3A	39	39	0	100%	100%	51.9%

La rentabilidad pasada no es garantía de resultados futuros.

Fuente: Morgan Stanley Investment Management. Datos a 28 de febrero de 2022. Global Opportunity Commingled Composite se creó el 31 de julio de 2008 y su fecha de lanzamiento es el 31 de diciembre de 2007. Asia Opportunity Commingled Composite se creó el 14 de marzo de 2016 y su fecha de lanzamiento es el 31 de diciembre de 2015. La rentabilidad de Global Opportunity Strategy corresponde a Global Opportunity Commingled Composite, se muestra sin descontar las comisiones de asesoramiento/gestión de inversiones, se expresan en USD e incluyen la reinversión de los dividendos y las rentas. La rentabilidad de Asia Opportunity Strategy corresponde a Asia Opportunity Commingled Composite, se muestra sin descontar las comisiones de asesoramiento/gestión de inversiones, se expresan en USD e incluyen la reinversión de los dividendos y las rentas. Si se hubieran tenido en cuenta las comisiones, los gastos, etc., las rentabilidades hubieran sido menores. Los datos que se muestran se facilitan con fines meramente ilustrativos y se basan en observaciones mensuales. La rentabilidad de la inversión se compara con la de un índice de mercado no gestionado que se considera una referencia pertinente para la cartera. Las comparaciones de rentabilidad suponen la reinversión de todos los dividendos y las rentas. La rentabilidad pasada no es un indicador fiable de resultados futuros. Para obtener información exhaustiva sobre el rendimiento normalizado, una vez descontadas las comisiones, consulte los datos que figuran en la página 10. Para obtener más información sobre el producto compuesto, consulte los informes de GIPS® que figuran en las páginas 11 y 12. GIPS es una marca comercial registrada de CFA Institute. CFA Institute no respalda ni promueve esta organización ni garantiza la precisión o la calidad del contenido de este documento. Cada cartera puede ser diferente ya que cada una cuenta con directrices y restricciones de inversión específicas. Por consiguiente, los resultados individuales variarán.

Después, Oráculo trata de expandir la mente de Neo preguntándole si lo habría roto si no le hubiera dicho nada.

Invertir planea una trampa similar: cuanto más se preocupe sobre la rentabilidad a corto plazo, más puede empezar a ocasionar una rentabilidad relativa negativa, distrayéndose de un proceso de inversión que ha arrojado buenos resultados durante años. Con independencia de que nuestra rentabilidad sea positiva o negativa, destacamos por ceñirnos a nuestro proceso de inversión. Nuestro deseo es comprar grandes compañías. Queremos comprarlas por mucho menos de lo que valen. Consideramos que el mercado es ineficiente, no desde todos los puntos de vista, pero sí desde muchos de ellos. Es así especialmente en el caso de compañías únicas que resulta complicado clasificar o asociar con factores. Es verdad que estos factores y grupos pueden hacer variar las compañías a corto plazo, pero si entendemos los fundamentales y nos aseguramos de no pagar nunca más que el valor intrínseco de cualquier acción que se compre, estaremos bien posicionados para incorporar alfa durante el proceso de inversión.

En torno al 75% del alfa esperado (el porcentaje histórico es mayor, del 86/100%, en los casos de Global Opportunity Strategy y Asia Opportunity Strategy) procede de fuentes idiosincráticas o no sistemáticas (básicamente, el alfa que se deriva de nuestra selección de acciones, no de los factores). Nuestra selección de acciones se centra en la búsqueda de compañías de alta calidad, desarrollando perspectivas sobre la ventaja competitiva y la singularidad que pueden hacer que tengan éxito en el futuro y albergando la perspectiva para mantenerlas cuando existan riesgos básicos a corto plazo, siempre que estos no afecten a la tesis. Dado que las compañías en las que invertimos tienden a contar con balances mucho más sólidos que el mercado en general (por ejemplo, presentan un ratio entre deuda y fondos propios significativamente menor y, en muchos casos, cuentan con posiciones netas de efectivo), controlan más su propio destino, pues para mantener su actividad y seguir su estrategia no dependen de la forma del ciclo económico o del nivel en que se encuentren los tipos de interés.

El 25% aproximadamente restante de nuestra alfa esperada se obtiene de compañías que hemos encontrado que presentan características similares ("Otros factores" en el gráfico anterior). Podría tratarse de compañías de un sector similar o que presenten parámetros de calidad parecidos en su balance o gocen de un momentum positivo o negativo. Todos estos factores en conjunto, si bien son importantes para la rentabilidad relativa a corto plazo, tienden a normalizarse y cancelarse a largo plazo. Lo que podríamos denominar "selección de acciones", los modelos de MSCI Barra podrían clasificarla como "dependiente en parte de la evolución de los factores", motivo por el cual estimamos que quizá el 25% del alfa se puede derivar de estas fuentes a lo largo del tiempo. En cualquier caso, tratamos de obtener tanta alfa como resulte posible, con independencia de cómo lo quiera llamar cada cual. En el pasado, no obstante, y a nuestro juicio mirando hacia el futuro, este debería depender principalmente de un análisis correcto de los fundamentales y las valoraciones de las compañías en las que invertimos.

Este es el motivo por el cual pasamos tanto tiempo trabajando en nuestro proceso de inversión y constantemente tratamos de mejorar y cuestionar nuestra propia forma de pensar, también a la hora de incorporar grandes talentos a nuestra organización.

Si bien creemos que siempre es un buen momento para mirar a largo plazo e invertir para el futuro, seríamos negligentes si no valoráramos los periodos de recuperación y el impacto en la rentabilidad. En el pasado, los mejores momentos para invertir en nuestras carteras se han producido durante épocas de recuperación tras complicados periodos de rentabilidad relativa negativa.

- Global Opportunity ha conseguido rentabilidades relativas positivas en el 82% de los periodos consecutivos de 1 año y en el 100% de los periodos de 3 años consecutivos desde su lanzamiento. **Tras periodos de 1 año de rentabilidad relativa negativa, Global Opportunity Strategy ha obtenido una rentabilidad relativa positiva, de media, del 21,1%, en el 95% de los periodos de 1 año posteriores.**

- De manera similar, la estrategia Asia Opportunity ha obtenido rentabilidades relativas positivas en el 79% de los periodos consecutivos de 1 año y en el 100% de los periodos de 3 años consecutivos desde su lanzamiento. **Tras periodos de 1 año de rentabilidad relativa negativa, la estrategia Asia Opportunity ha logrado rentabilidades relativas positivas, de un 33,9% de media, en el 100% de los periodos de 1 año siguientes.**

La historia suele rimar, no repetirse, así que somos conscientes de que siempre debemos buscar lo diferente. Sin embargo, cuando nos fijamos en el mercado, vemos la misma oscilación similar entre codicia por ganancias futuras y temor que lleva toda nuestra carrera determinando el rumbo de los mercados y efectivamente desde que se crearon.

Controlar las emociones al invertir es absolutamente fundamental para contar con una relación productiva con el mercado. Recuerde siempre que cada día el mercado le hace un gran favor al brindarle un precio por sus posiciones. No tiene que aceptarlo salvo que el mercado sea justo, o quizás puede que en ocasiones de manera muy generosa a pagar por ellas. A veces, el mercado desea venderle compañías fantásticas muy por debajo de su valor intrínseco incluso empleando estimaciones muy conservadoras. Va por buen camino para generar alfa en el futuro si es capaz de controlar sus emociones en este sentido y mostrarse codicioso cuando otros sientan miedo y temeroso cuando otros sean codiciosos.

Conclusión

- **Si los tipos nominales y la inflación aumentan del mismo modo, el valor de las acciones no varía.** Solo se consigue que el tipo real aumente y se produzca el consecuente descenso en el valor fundamental de las acciones cuando la inflación aumenta menos que los tipos de interés. Dado que prácticamente todas las acciones son de duración larga, no existe una gran diferencia en cuanto a sensibilidad a unos tipos de interés reales parejos entre las compañías maduras y las emergentes. Esta conclusión es contraria a la visión predominante en el mercado actual.
- **La rentabilidad del índice depende en gran medida de la evolución de las 15 mayores compañías del índice de referencia, lo cual ilustra la huida hacia la seguridad en un entorno volátil.** Por otra parte, la capitalización de mercado de las compañías que no están entre las 15 más destacadas lleva dos años sin cambios, si bien hemos conocido numerosas compañías en una situación mucho mejor, transformadas digitalmente y con unas perspectivas de ingresos y flujos de caja muy superiores que podrían ofrecer un potencial alcista considerablemente mayor.
- **Como factor positivo, cabe destacar que consideramos que los fundamentales de nuestras compañías en cartera son marcadamente sólidos y se encuentran en proceso de mejora.** Las tasas de crecimiento de nuestras compañías durante la pandemia han sido mucho mayores que las posiciones del MSCI ACWI por término medio y las tasas de crecimiento del consenso para el futuro siguen siendo sólidas en términos tanto relativos como absolutos. Las estimaciones de crecimiento de los ingresos de nuestras compañías han ido en aumento a pesar de la volatilidad económica en todo el mundo, lo cual es indicativo de resiliencia y cierto nivel de antifragilidad. Nuestras compañías gozan de una posición mucho mejor, con diferencia, que antes de la pandemia de COVID-19 y creemos que los precios de las acciones no reflejan este extremo. En el pasado, el mejor momento para invertir en nuestras carteras ha sido después de un periodo de rentabilidad relativa negativa a medida que el mercado atraviesa una rotación de factores y hay gran incertidumbre, mientras que nuestras compañías tienden a centrarse en lo que pueden controlar y salir de la volatilidad económica incluso más fuertes.

Rentabilidad de la inversión en USD (%)

A 31 de marzo de 2022

	1T22	DESDE COMIENZOS DE AÑO	1 AÑO	3 AÑOS	5 AÑOS	LANZAMIENTO
The Global Opportunity Commingled Composite (Gross)	-19,85	-19,85	-17,77	13,93	16,83	12,90
The Global Opportunity Commingled Composite (Net)	-20,05	-20,05	-18,60	12,82	15,71	11,58
Índice MSCI All Country World Net	-5,36	-5,36	7,28	13,75	11,64	6,20
The Asia Opportunity Commingled Composite (Gross)	-18,01	-18,01	-34,68	5,55	13,24	13,45
The Asia Opportunity Commingled Composite (Net)	-18,26	-18,26	-35,48	4,32	11,92	12,15
Índice MSCI All Country Asia ex-Japan Net	-7,99	-7,99	-14,64	5,14	6,75	8,42

La rentabilidad pasada no debe interpretarse como una garantía de resultados futuros. La rentabilidad de Global Opportunity Commingled Composite y Asia Opportunity Commingled Composite reflejan las tasas de rentabilidad anuales medias. Las rentabilidades correspondientes a periodos inferiores a un año son acumuladas (no anualizadas). Cada cartera puede ser diferente, ya que cada una cuenta con directrices y restricciones de inversión específicas. Por tanto, los resultados individuales variarán. Los resultados del producto compuesto que se muestran son ANTES y DESPUÉS de descontar comisiones de asesoramiento/gestión de inversiones, incluidas comisiones de rentabilidad que pudieran resultar de aplicación, se expresan en USD e incluyen la reinversión de los dividendos y los ingresos. El índice comparativo para Global Opportunity Commingled Composite es el índice MSCI All Country World, con reinversión de dividendos netos. El índice comparativo para Asia Opportunity Commingled Composite es el índice MSCI All Country Asia ex-Japan, con reinversión de dividendos netos. Tenga en cuenta que obtener una rentabilidad al menos del 10% es muy inusual y no resulta sostenible. Los inversores también deberían tener presente que esta rentabilidad se alcanzó principalmente en condiciones de mercado favorables. Global Opportunity Commingled Composite se lanzó el 31 de diciembre de 2007. Asia Opportunity Commingled Composite se lanzó el 31 de diciembre de 2015.

Global Opportunity Commingled Composite

En USD

AÑO	RENTABILIDAD BRUTA DEL PRODUCTO COMPUESTO (%)	RENTABILIDAD NETA DEL PRODUCTO COMPUESTO (%)	RENTABILIDAD DEL ÍNDICE (%)	DESVIACIÓN TÍPICA EX POST DE 3 AÑOS DEL PRODUCTO COMPUESTO (%)	DESVIACIÓN TÍPICA EX POST DE 3 AÑOS FRENTE AL ÍNDICE (%)	NÚMERO DE CUENTAS	VALOR DE MERCADO DEL PRODUCTO COMPUESTO (M)	ACTIVOS DE LA COMPAÑÍA (B)	DISPERSIÓN INTERNA (%)
2011	-3,84	-5,23	-7,35	24,53	20,88	2	22	233,3	N/A
2012	11,34	9,73	16,13	20,17	17,37	2	64	279,7	N/A
2013	41,47	39,58	22,80	18,11	14,14	2	103	309,7	N/A
2014	9,58	8,11	4,16	13,99	10,64	2	154	331,9	N/A
2015	20,39	18,99	-2,36	14,17	10,94	2	1,349	334,0	N/A
2016	1,59	0,39	7,86	14,05	11,21	9	2,738	337,2	N/A
2017	51,01	49,66	23,97	13,02	10,51	12	8,864	394,1	0,3
2018	-5,00	-5,91	-9,41	14,27	10,62	17	14,754	369,3	0,6
2019	37,55	36,27	26,60	14,61	11,38	21	22,092	451,1	0,6
2020	57,58	56,09	16,25	19,75	18,38	25	41,308	661,8	1,1

Morgan Stanley Investment Management ("MSIM") manifiesta cumplir las normas internacionales sobre rendimiento de la inversión (GIPS) y ha redactado y presenta este informe de conformidad con dichas normas. MSIM ha sido objeto de auditoría independiente con respecto a los periodos comprendidos entre el 1 de enero de 1994 y el 31 de diciembre de 2019. Los informes de verificación están disponibles previa petición. Las compañías que afirman ser conformes con las normas GIPS deben contar con políticas y procedimientos para observar todos los requisitos aplicables de dichas normas. La verificación garantiza si las políticas y los procedimientos de la compañía relacionados con el mantenimiento de fondos compuestos y agrupados, así como el cálculo, la presentación y la distribución de resultados, se han diseñado de acuerdo con las normas GIPS y se han implementado en toda la compañía. La verificación no garantiza la exactitud de ningún dato de rendimiento específico.

GIPS® es una marca comercial registrada de CFA Institute. CFA Institute no respalda ni promueve esta organización ni garantiza la precisión o la calidad del contenido de este documento.

Morgan Stanley Investment Management (MSIM) es el negocio de gestión de activos de Morgan Stanley. Los activos los gestionan equipos que representan diferentes plataformas de inversión de MSIM. La firma GIPS® para MSIM (la "firma") se define como las plataformas de inversión Active Fundamental Equity, Global Fixed Income y Global Liquidity, así como los equipos de inversión Global Listed Real Assets, Global Balanced and Risk Control, Multi Asset, Managed Solutions y Applied Equity Advisors. A partir del 26 de febrero de 2016, la firma fue objeto de redefinición para reflejar un reajuste de las personas jurídicas en las plataformas de inversión, lo que no afectó a los activos gestionados de la firma.

Antes del 1 de enero de 2002, la firma se definía como una sociedad de gestión de inversiones que llevaba a cabo operaciones de asesoramiento de inversión en el seno de varias personas jurídicas. A 1 de enero de 2002, la definición de la firma se amplió para incluir todas las operaciones de asesoramiento en inversión realizadas en MSIM, excluidos los programas "wrap fee" afiliados y no afiliados. Del 1 de enero de 2007 al 31 de mayo de 2010, la definición de la firma incluía los programas "wrap fee"; estos se vendieron el 31 de mayo de 2010. Con motivo de una adquisición de activos de Morgan Stanley Smith Barney LLC ("MSSB") el 1 de octubre de 2015, la definición de la firma se amplió para incluir programas "wrap fee". El programa "wrap fee" de Fundamental Equity Advisors se transfirió a otra compañía en octubre de 2018.

Global Opportunity Commingled Composite se creó el 31 de julio de 2008 y su fecha de lanzamiento es el 31 de diciembre de 2007. Este producto compuesto está diseñado para incluir todas las cuentas gestionadas por separado y todos los vehículos agrupados administrados de forma plenamente discrecional de acuerdo con Global Opportunity Strategy. Este producto compuesto incluía una cartera discrecional sin pago de comisiones entre el 31 de diciembre de 2007 y el 31 de agosto de 2008. A 31 de diciembre de 2008, el porcentaje de activos compuestos representados por la cartera sin pago de comisiones era del 0%. El objetivo de la estrategia es lograr la revalorización del capital a largo plazo invirtiendo globalmente en compañías consolidadas y de reciente creación de alta calidad que el equipo de inversión considera infravaloradas en el momento de la compra. Para lograr este objetivo, el equipo de inversión suele decantarse por compañías que considera que presentan ventajas competitivas sostenibles y que pueden monetizarse mediante el crecimiento. El proceso de inversión integra el análisis de la sostenibilidad desde el punto de vista del cambio disruptivo, la fortaleza financiera, los factores externos de índole medioambiental y social y de gobierno (ESG). La estrategia invierte principalmente en compañías con capitalizaciones que se encuentren dentro del espectro de empresas incluidas en el índice MSCI All Country World. La estrategia puede emplear derivados, como contratos de divisas a plazo, en relación con sus posiciones en valores extranjeros con el fin de favorecer que sus inversiones capten oportunidades de mercado o lograr una gestión eficiente de la cartera. El uso de derivados implica riesgos específicos, incluidos riesgos de contraparte, liquidez, valoración, correlación y de mercado. Puede obtener, previa petición, una lista completa y descripciones de todos los fondos compuestos y agrupados de distribución limitada (LPDF). Puede obtener una lista de los fondos agrupados de distribución amplia de la firma en su sitio web (MSIM.com).

Los datos de rentabilidad indicados representan la rentabilidad pasada, que no es garantía de resultados futuros. Cada cartera puede ser diferente, ya que cada una cuenta con directrices y restricciones de inversión específicas. No puede sostenerse de forma permanente ninguna rentabilidad de dos dígitos y los inversores deben ser conscientes de que estos rendimientos se lograron principalmente durante condiciones favorables del mercado. Las rentabilidades se expresan en USD. El producto compuesto puede incluir carteras con diferentes monedas convertidas a la moneda en que se comunica la información. La dispersión interna de las rentabilidades anuales se mide por la desviación típica de las rentabilidades de las carteras ponderadas por los activos, antes de descontar comisiones, incluidas en el producto compuesto correspondiente a todo el ejercicio. La dispersión interna no es aplicable ("N/A") para ningún periodo si hay menos de seis cuentas en el producto compuesto en el conjunto del ejercicio. La desviación típica a tres años anualizada ex-post mide la variabilidad de la rentabilidad bruta del compuesto y el índice de referencia en el periodo de 36 meses anterior. La desviación típica a tres años ex-post no es aplicable ("N/A") a ningún periodo si no se dispone de 36 rentabilidades mensuales del producto compuesto. Las políticas de valoración de carteras, de cálculo de rentabilidades y de elaboración de informes conformes a las GIPS están disponibles previa petición.

El índice MSCI All Country World se utiliza como índice de referencia. El índice es un índice ponderado por capitalización bursátil ajustado por las acciones en libre circulación que tiene por objeto medir la rentabilidad de los mercados bursátiles de mercados desarrollados y emergentes. El índice de referencia se calcula con reinversión de dividendos netos. Se trata de un índice no gestionado y no incluye gastos, comisiones ni gastos de suscripción, que reducirían la rentabilidad. El índice de referencia se utiliza solo con fines comparativos. No es posible invertir directamente en un índice.

La cifra de rentabilidad bruta se ofrece neta de todos los costes de transacción y retenciones fiscales, La rentabilidad neta se ofrece una vez descontados todos los costes de transacción, retenciones fiscales, comisiones efectivas de gestión/asesoramiento de inversión (incluidas comisiones de rentabilidad, de resultar de aplicación) y gastos administrativos aplicables. Las posibles comisiones de rentabilidad se contabilizan y se detraen cuando se obtienen. Los datos de rentabilidad incluyen la reinversión de los dividendos y las rentas. Las comisiones estándar de asesoramiento de inversión son las siguientes: 0,75% anual sobre los primeros 200 millones de USD de activos gestionados; 0,70% anual sobre los activos gestionados que superen los 200 millones de USD. Las comisiones de asesoramiento de inversión efectivamente soportadas por los clientes pueden variar. En el caso de Canadian Pooled Trust - Global Opportunity Fund I, la comisión de gestión máxima es del 0,80% para los primeros 33 millones de EUR y la ratio total de gastos más alta es del 0,95%. En el caso de Global Opportunity Fund N (solo para inversores institucionales aptos exentos de fiscalidad), la comisión de gestión máxima es del 0,25% y la ratio total de gastos más alta es del 0,3%.

Asia Opportunity Commingled Composite

En USD

AÑO	RENTABILIDAD BRUTA DEL PRODUCTO COMPUESTO (%)	RENTABILIDAD NETA DEL PRODUCTO COMPUESTO (%)	RENTABILIDAD DEL ÍNDICE (%)	DESVIACIÓN TÍPICA EX POST DE 3 AÑOS DEL PRODUCTO COMPUESTO (%)	DESVIACIÓN TÍPICA EX POST DE 3 AÑOS FRENTE AL ÍNDICE (%)	NÚMERO DE CUENTAS	VALOR DE MERCADO DEL PRODUCTO COMPUESTO (M)	ACTIVOS DE LA COMPAÑÍA (B)	DISPERSIÓN INTERNA (%)
2016	-0,34	-1,41	5,44	N/A	N/A	2	25	337,2	N/A
2017	76,85	74,86	41,72	N/A	N/A	2	253	394,1	N/A
2018	-13,78	-14,81	-14,37	18,07	14,80	2	620	369,3	N/A
2019	43,18	41,57	18,17	18,37	14,82	2	1,438	451,1	N/A
2020	53,37	51,66	25,02	20,76	18,92	2	6,675	661,8	N/A

Morgan Stanley Investment Management ("MSIM") manifiesta cumplir las normas internacionales sobre rendimiento de la inversión (GIPS®) y ha redactado y presenta este informe de conformidad con dichas normas. MSIM ha sido objeto de auditoría independiente con respecto a los periodos comprendidos entre el 1 de enero de 1994 y el 31 de diciembre de 2019. Los informes de verificación están disponibles previa petición. Las compañías que afirman ser conformes con las normas GIPS deben contar con políticas y procedimientos para observar todos los requisitos aplicables de dichas normas. La verificación garantiza si las políticas y los procedimientos de la compañía relacionados con el mantenimiento de fondos compuestos y agrupados, así como el cálculo, la presentación y la distribución de resultados, se han diseñado de acuerdo con las normas GIPS y se han implementado en toda la compañía. La verificación no garantiza la exactitud de ningún dato de rendimiento específico.

GIPS® es una marca comercial registrada de CFA Institute. CFA Institute no respalda ni promueve esta organización ni garantiza la precisión o la calidad del contenido de este documento.

Morgan Stanley Investment Management (MSIM) es el negocio de gestión de activos de Morgan Stanley. Los activos los gestionan equipos que representan diferentes plataformas de inversión de MSIM. La firma GIPS® para MSIM (la "firma") se define como las plataformas de inversión Active Fundamental Equity, Global Fixed Income y Global Liquidity, así como los equipos de inversión Global Listed Real Assets, Global Balanced and Risk Control, Multi Asset, Managed Solutions y Applied Equity Advisors. A partir del 26 de febrero de 2016, la firma fue objeto de redefinición para reflejar un reajuste de las personas jurídicas en las plataformas de inversión, lo que no afectó a los activos gestionados de la firma

Antes del 1 de enero de 2002, la firma se definía como una sociedad de gestión de inversiones que llevaba a cabo operaciones de asesoramiento de inversión en el seno de varias personas jurídicas. A 1 de enero de 2002, la definición de la firma se amplió para incluir todas las operaciones de asesoramiento en inversión realizadas en MSIM, excluidos los programas "wrap fee" afiliados y no afiliados. Del 1 de enero de 2007 al 31 de mayo de 2010, la definición de la firma incluía los programas "wrap fee"; estos se vendieron el 31 de mayo de 2010. Con motivo de una adquisición de activos de Morgan Stanley Smith Barney LLC ("MSSB") el 1 de octubre de 2015, la definición de la firma se amplió para incluir programas "wrap fee". El programa "wrap fee" de Fundamental Equity Advisors se transfirió a otra compañía en octubre de 2018.

Asia Opportunity Commingled Composite se creó el 14 de marzo de 2016 y su fecha de lanzamiento es el 31 de diciembre de 2015. Este producto compuesto está diseñado para incluir todas las cuentas gestionadas por separado y todos los vehículos agrupados administrados de forma plenamente discrecional de acuerdo con Asia Opportunity Strategy. El objetivo de la estrategia es lograr la revalorización del capital invirtiendo en compañías consolidadas y de reciente creación de alta calidad ubicadas en Asia (excluido Japón) que el equipo de inversión considera infravaloradas en el momento de la compra. Para lograr este objetivo, el equipo de inversión suele decantarse por compañías que considera que presentan ventajas competitivas sostenibles y que pueden monetizarse mediante el crecimiento. El proceso de inversión integra el análisis de la sostenibilidad desde el punto de vista del cambio disruptivo, la fortaleza financiera, los factores externos de índole medioambiental y social y de gobierno (ESG). La estrategia invierte principalmente en compañías con capitalizaciones que se encuentren dentro del espectro de empresas incluidas en el índice MSCI All Country Asia ex Japan. La estrategia puede emplear derivados, como contratos de divisas a plazo, en relación con sus posiciones en valores extranjeros con el fin de favorecer que sus inversiones capten oportunidades de mercado o lograr una gestión eficiente de la cartera. El uso de derivados implica riesgos específicos, incluidos riesgos de contraparte, liquidez, valoración, correlación y de mercado. Antes del 22 de julio de 2020, Asia Opportunity Commingled Composite se denominaba Asia Opportunity Strategy. Puede obtener, previa petición, una lista completa y descripciones de todos los fondos compuestos y agrupados de distribución limitada (LPDF). Puede obtener una lista de los fondos agrupados de distribución amplia de la firma en su sitio web (MSIM.com).

Los datos de rentabilidad indicados representan la rentabilidad pasada, que no es garantía de resultados futuros. Cada cartera puede ser diferente, ya que cada una cuenta con directrices y restricciones de inversión específicas. No puede sostenerse de forma permanente ninguna rentabilidad de dos dígitos y los inversores deben ser conscientes de que estos rendimientos se lograron principalmente durante condiciones favorables del mercado. Las rentabilidades se expresan en USD. El producto compuesto puede incluir carteras con diferentes monedas convertidas a la moneda en que se comunica la información. La dispersión interna de las rentabilidades anuales se mide por la desviación típica de las rentabilidades de las carteras ponderadas por los activos, antes de descontar comisiones, incluidas en el producto compuesto correspondiente a todo el ejercicio. La dispersión interna no es aplicable ("N/A") para ningún periodo si hay menos de seis cuentas en el producto compuesto en el conjunto del ejercicio. La desviación típica a tres años anualizada ex-post mide la variabilidad de la rentabilidad bruta del compuesto y el índice de referencia en el periodo de 36 meses anterior. La desviación típica a tres años ex-post no es aplicable ("N/A") a ningún periodo si no se dispone de 36 rentabilidades mensuales del producto compuesto. Las políticas de valoración de carteras, de cálculo de rentabilidades y de elaboración de informes conformes a las GIPS están disponibles previa petición.

El índice MSCI All Country Asia ex Japan se utiliza como índice de referencia. El índice es un índice ponderado por capitalización bursátil ajustado por las acciones en libre circulación que tiene por objeto medir la rentabilidad de las acciones de países de mercados desarrollados (excluido Japón) y de países de mercados emergentes de Asia. El índice de referencia se calcula con reinversión de dividendos netos. Se trata de un índice no gestionado y no incluye gastos, comisiones ni gastos de suscripción, que reducirían la rentabilidad. El índice de referencia se utiliza solo con fines comparativos. No es posible invertir directamente en un índice

La cifra de rentabilidad bruta se ofrece neta de todos los costes de transacción y retenciones fiscales, La rentabilidad neta se ofrece una vez descontados todos los costes de transacción, retenciones fiscales, comisiones efectivas de gestión/asesoramiento de inversión (incluidas comisiones de rentabilidad, de resultar de aplicación) y gastos administrativos aplicables. Las posibles comisiones de rentabilidad se contabilizan y se detraen cuando se obtienen. Los datos de rentabilidad incluyen la reinversión de los dividendos y las rentas. Las comisiones estándar de asesoramiento de inversión son las siguientes: 0,75% anual sobre los primeros 200 millones de USD de activos gestionados; 0,70% anual sobre los activos gestionados que superen los 200 millones de USD. Las comisiones de asesoramiento de inversión efectivamente soportadas por los clientes pueden variar.

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. En general, los valores de los **títulos de renta variable** también fluctúan en respuesta a actividades propias de una compañía. Las inversiones en **mercados extranjeros** comportan riesgos específicos como, por ejemplo, de divisa, políticos, económicos, de mercado y de liquidez. Los riesgos de invertir en **países de mercados emergentes** son mayores que los riesgos asociados a inversiones en países desarrollados extranjeros. **Los valores de colocaciones privadas y restringidos** pueden estar sujetos a restricciones de reventa, así como a la falta de información pública, lo que aumentará su iliquidez y podría afectar negativamente a la capacidad de valorarlos y venderlos (**riesgo de liquidez**). Los **instrumentos derivados** pueden incrementar las pérdidas de forma desproporcionada y tener un impacto significativo en la rentabilidad. También pueden estar sujetos a riesgos de contraparte, liquidez, valoración, correlación y de mercado. En la medida en que la estrategia invierta en un número limitado de emisores (**concentración de la inversión**), esta será más susceptible a los acontecimientos negativos que afecten a dichos emisores y un descenso del valor de un instrumento concreto podría provocar que el valor global de la estrategia descienda en mayor medida que si se encontrara invertida con mayor amplitud. **Riesgo de mercado de Asia**. El mercado asiático implica riesgo de liquidez debido al pequeño tamaño de los mercados y el bajo volumen de negociación en numerosos países. Además, las compañías de la región suelen presentar volatilidad y existe una posibilidad significativa de pérdida. Asimismo, debido a que la estrategia se concentra en una sola región del mundo, el rendimiento puede ser más volátil con respecto a una estrategia global. **Riesgo asociado a China**. Invertir en valores de emisores chinos, incluidas acciones A de China, entraña riesgos asociados a las inversiones en mercados extranjeros, así como consideraciones específicas que no suelen ser las típicas que se asocian con inversiones en los mercados de valores de Estados Unidos. Las inversiones en China implican un riesgo de pérdida total debido a la acción o inacción del gobierno. Además, la economía china está impulsada por las exportaciones y depende en gran medida del comercio. Los cambios adversos en las condiciones económicas de sus principales socios comerciales, como Estados Unidos, Japón y Corea del Sur, afectarían negativamente a la economía china y las inversiones de la cartera. Además, una desaceleración en otras economías importantes del mundo, como Estados Unidos, la Unión Europea y ciertos países asiáticos, puede afectar negativamente al crecimiento económico en China. Una recesión económica en China afectaría negativamente a las inversiones de la cartera. **Riesgos de invertir a través de Stock Connect**. Cualquier inversión en acciones A cotizadas y negociadas a través de Stock Connect u otros mercados de valores de China participantes en Stock Connect está sujeta a una serie de restricciones que pueden afectar a las inversiones y los rendimientos de la cartera. Además, es posible que las acciones A de Stock Connect no puedan venderse, adquirirse o transmitirse de otro modo con carácter general fuera de Stock Connect con arreglo a la normativa aplicable. El programa Stock Connect puede estar supeditado a interpretación y directrices adicionales. No pueden formularse garantías en cuanto a la existencia continuada del programa o si los eventos futuros relacionados con el programa pueden restringir o afectar negativamente a las inversiones o los rendimientos de la cartera.

DEFINICIONES

El **alfa** es el excedente de rentabilidad o el valor añadido (positivo o negativo) de la rentabilidad de la cartera en relación con la rentabilidad del índice de referencia.

Un **punto básico** es una unidad de medida equivalente a una centésima parte de un punto porcentual; se utiliza en finanzas para describir la variación porcentual del valor o un tipo de un instrumento financiero.

La **tasa de crecimiento anual compuesto (TCAC)** es la tasa de crecimiento interanual de una inversión durante un periodo concreto.

La **ratio deuda / recursos propios** mide el apalancamiento financiero de una compañía, que se calcula dividiendo sus pasivos totales entre los recursos propios.

El **flujo de efectivo descontado** es un método de valoración que se utiliza para evaluar el potencial de inversión empleando proyecciones de flujos de caja libre y descontándolos para llegar a un valor actual.

La **divergencia** es la diferencia entre el nivel real de mercado del diferencial frente al nivel calculado del diferencial en un modelo.

El **excedente de rentabilidad** o el valor añadido (positivo o negativo) es la rentabilidad de la cartera en relación con la rentabilidad del índice de referencia.

El **flujo de caja libre** es una medida de la rentabilidad financiera de una compañía, calculada como el flujo de caja operativo menos la inversión en inmovilizado. El flujo de caja libre representa elefectivo que una compañía puede generar después de disponer del dinero requerido para mantener o expandir su base de activos.

El **producto interior bruto (PIB)** es el valor monetario de todos los bienes terminados y los servicios producidos dentro de las fronteras de un país en un periodo específico. Incluye todo el consumo de los sectores privado y público, los desembolsos de las administraciones públicas, las inversiones y las exportaciones netas.

La **tasa de éxito** se refiere al número de operaciones con ganancias o rentables durante un periodo correspondientes a una estrategia de negociación, dividido entre el número total de operaciones durante el mismo periodo, expresada en porcentaje

El **riesgo idiosincrático** es el riesgo específico de un activo o un grupo reducido de activos.

La **capitalización de mercado** es el valor total de mercado en dólares de todas las acciones en circulación de una compañía.

La **ratio de efectivo neto frente a recursos propios** es la relación entre el efectivo a la vista de una compañía y su patrimonio neto total. Excluye los pasivos, las deudas y los gastos ya atendidos por una compañía.

El **endeudamiento neto** es una medida de la capacidad de una compañía para reembolsar toda su deuda si se amortizara de inmediato. Se calcula sumando la deuda a corto plazo y a largo plazo y restando todo el efectivo y los equivalentes de efectivo.

El **beneficio neto** equivale a los ingresos menos gastos, intereses e impuestos. Se trata de una cifra de utilidad para que los inversores evalúen en qué medida los ingresos de una organización son mayores que los gastos.

El **tipo de interés real** es un tipo de interés ajustado para eliminar los efectos de la inflación.

El **retorno sobre el capital (ROC)** es un cálculo utilizado para evaluar la eficiencia de una compañía al asignar el capital bajo su control a inversiones rentables.

El **crecimiento de las ventas** es el aumento en las ventas durante un período determinado, que suele ser, aunque no necesariamente, anual.

El **lado de venta** es la parte del sector financiero que se dedica a la creación, la promoción y la venta de acciones, bonos, divisas y demás instrumentos financieros al público.

La **volatilidad** es una medida estadística de la dispersión de las rentabilidades de un valor o un índice de mercado determinados.

Una medición **interanual** es un método para evaluar dos o más eventos cuantificados y comparar los resultados correspondientes a un periodo temporal con los de otro periodo (o serie de periodos) de manera anualizada.

Una **curva de rentabilidades** es una línea formada por las rentabilidades (tipos de interés) de bonos de igual calidad crediticia, pero fechas de vencimiento distintas.

INFORMACIÓN IMPORTANTE

El **índice MSCI All Country World (ACWI)** es un índice ponderado por capitalización de mercado ajustado por las acciones en libre circulación que tiene por objeto medir la evolución de las bolsas de mercados desarrollados y emergentes. La expresión "en libre circulación" designa la proporción de las acciones en circulación que se consideran disponibles para su compra por los inversores en los mercados bursátiles.

El índice **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 MSCI All Country Asia ex Japan** es un índice ponderado por capitalización de mercado ajustado por las acciones en libre circulación que tiene por objeto medir la evolución de las bolsas de Asia, excluido Japón.

La evolución de los índices indicados se expresa en USD y supone que los dividendos netos se reinvierten. Los índices no están gestionados y no incluyen gastos, comisiones o gastos de suscripción. No es posible invertir directamente en un índice.

INFORMACIÓN IMPORTANTE

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. 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 puntos de vista 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. Los puntos de vista expresados no reflejan los 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.

Los supuestos hipotéticos que aquí se incluyen no reflejan los resultados de inversiones reales y no son garantía de resultados futuros. Los resultados hipotéticos revisten limitaciones inherentes y los resultados pueden variar según los datos con los que se formulen las hipótesis y con el paso del tiempo

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 inversión 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 diagramas y los gráficos que se recogen en este documento se proporcionan con fines meramente ilustrativos. **La rentabilidad pasada no es garantía de resultados futuros**. La información de valores se facilita como referencia y no debe considerarse una recomendación para comprar o vender valores o valores de los sectores o los países citados.

La cuenta representativa ha empleado la estrategia de inversión de manera similar a la utilizada en las cuentas gestionadas por separado del equipo y otros vehículos de inversión, es decir, que en general se rigen de manera coherente. Sin embargo, las decisiones de gestión de carteras tomadas para tal cuenta representativa pueden diferir (es decir, con respecto a la liquidez o la diversificación) de las decisiones que el equipo de gestión de carteras tomaría para cuentas gestionadas por separado y otros vehículos de inversión. Además, las posiciones y la actividad de la cartera de la cuenta representativa pueden no ilustrar algunas cuentas gestionadas por separado en el marco de esta estrategia por el hecho de que rijan directrices de inversión o restricciones de cliente diferentes.

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.

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 The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's Quay, Dublín 2, D02 VC42 (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 Zúrich (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 Secondaria 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).

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).

Estados Unidos:
Una cuenta gestionada por separado podría no ser adecuada para todos los inversores. Las cuentas gestionadas por separado de acuerdo con la estrategia incluyen diversos títulos y no reproducirán necesariamente la rentabilidad de un índice. Antes de invertir, estudie minuciosamente los objetivos de inversión, los riesgos y las comisiones de la estrategia. Se requiere un nivel mínimo de activos. Para obtener información importante sobre los gestores de inversiones, consulte la parte 2 del formulario ADV.

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

Canadá: Este documento solo se puede utilizar con "clientes autorizados" conforme a la legislación canadiense y no se puede utilizar con el público en general. Esta presentación la publica en Canadá Morgan Stanley Investment Management Inc. ("MSIM"), que lleva a cabo sus actividades en Canadá de conformidad con la exención relativa a los asesores internacionales y la exención relativa a los gestores de fondos de inversión internacionales. La información que aquí se presenta no constituye oferta para brindar asesoramiento de inversión disponible. MSIM solo puede asesorar cuentas administradas por separado de "clientes autorizados" y solo puede gestionar cuentas que inviertan en emisores no canadienses. Los "clientes autorizados", según se define este término en el Instrumento nacional canadiense 31-103, generalmente incluyen entidades financieras canadienses o particulares con 5 millones de CAD en activos financieros y entidades con al menos 25 millones de CAD en activos netos. Los "clientes autorizados" solo pueden invertir en una cuenta administrada por separado a la que se hace referencia en esta presentación mediante la celebración de un acuerdo de gestión de inversiones con MSIM, del cual esta presentación no forma parte. Los materiales que describen la experiencia, las estrategias y/u otros aspectos de inversión de las cuentas administradas por separado gestionadas por MSIM se le pueden proporcionar previa petición para que valore los servicios de asesoramiento de inversión disponibles que ofrece MSIM. MSIM y algunas de sus sociedades dependientes pueden actuar como gestores de carteras para las cuentas administradas por separado que se describen en esta presentación y pueden tener derecho a recibir comisiones en relación con estas.

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 difunde en Australia Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited ACN: 122040037, AFSL n.º 314182, que acepta la responsabilidad de su contenido. Esta publicación y cualquier acceso a ella están dirigidos exclusivamente a "clientes mayoristas", según el significado que se le atribuye a este término en la Ley de sociedades (Corporations Act) de Australia. Calvert Research and Management, ARBN 635 157 434, se encuentra regulada por la Comisión de Valores y Mercados de Estados Unidos conforme a las leyes estadounidenses, que son distintas de las leyes australianas. Calvert Research and Management está exenta del requisito de contar con una licencia de servicios financieros de Australia conforme a la orden 03/1100 relativa a la prestación de servicios financieros a clientes mayoristas en Australia.

Descubra nuestro sitio web en **www.morganstanley.com/im**

© 2022 Morgan Stanley. Todos los derechos reservados.

CRC 4667086 Cad. /30/04/2023 10223902_CH_0522