

Invertir en el extranjero con el equipo de renta variable internacional de Morgan Stanley

RENTA VARIABLE ACTIVA FUNDAMENTAL | EQUIPO DE RENTA VARIABLE INTERNACIONAL | PERSPECTIVA DE INVERSIÓN | 2018

William Lock, quien dirigió el equipo de renta variable internacional de Morgan Stanley durante la crisis financiera de 2008, lleva invirtiendo en mercados extranjeros más de 25 años. La estrategia de renta variable internacional de su equipo, actualmente en su cuarta década, ha generado rentabilidades para los accionistas a una tasa anualizada del 11,3% desde 1986, casi el doble con respecto al índice MSCI EAFE.¹

“A largo plazo, todo se trata de potenciar el crecimiento (*compounding*)”, afirma Lock. “100 USD invertidos al 11,3% desde el lanzamiento habrían crecido por encima de 2.800 USD en comparación con los 660 USD que habría obtenido al 6,2%, tasa de crecimiento del índice MSCI EAFE (*Figura 1*)”. La clave es evitar compañías con rentabilidades decrecientes y determinar el margen de seguridad adecuado para cada compañía. El objetivo es lograr rentabilidades absolutas atractivas para el fondo en mercados al alza, cierto grado de protección frente a pérdidas en situaciones de mercado difíciles y una volatilidad inferior de las rentabilidades frente al índice MSCI EAFE.

Centrados en el precio y las perspectivas

Lock continúa: “Logramos esto mediante la selección de valores *bottom-up*, invirtiendo en compañías que en general pueden clasificarse como “oportunidades de valor” o “*compounders* de alta calidad”. En el caso de las compañías clasificadas como “oportunidades de valor”, buscamos mejorar las rentabilidades mediante cambios en la dirección y/o impulsores cíclicos, con un descuento suficiente frente

AUTORES



WILLIAM LOCK

Managing Director
Responsable del equipo de
renta variable internacional



BRUNO PAULSON

Managing Director



NIC SOCHOVSKY

Executive Director

“La clave es evitar las rentabilidades decrecientes”

¹ Fuente: Morgan Stanley Investment Management, MSCI. Datos a 31 de diciembre de 2017.

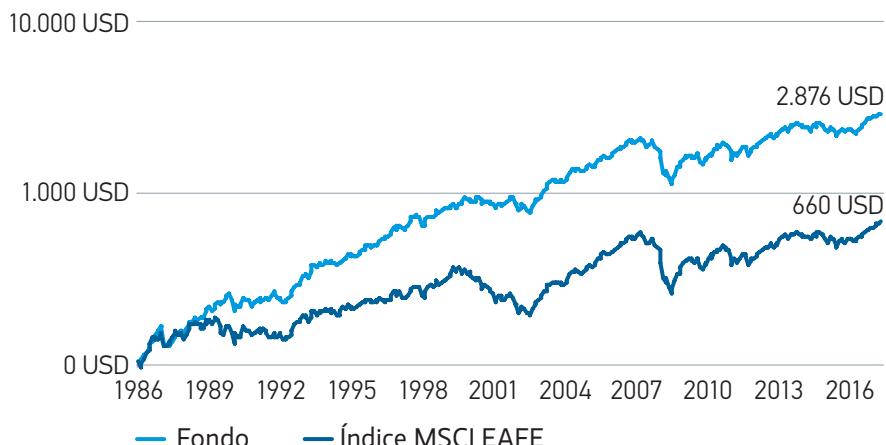
al valor intrínseco para compensar el riesgo. Las compañías incluidas en la categoría de “*compounders* de alta calidad” generalmente pueden mantener sus elevados retornos sobre el capital operativo en virtud de sus poderosos activos intangibles y capacidad de fijación de precios. Además, están administradas por equipos directivos dedicados a preservar estas rentabilidades y pueden encontrarse ajustadas al valor intrínseco o incluso en mejores condiciones. No existe una asignación descendente (*top-down*) entre los dos tipos de compañías: somos selectores de valores y la proporción de compañías en las dos categorías está determinada por el precio individual y las perspectivas para cada compañía en la que invertimos sobre una base ascendente (*bottom-up*). Nuestra oportunidad de inversión general es tener un horizonte de tiempo más largo que el mercado y, si corresponde, estar en desacuerdo con el mercado sobre la forma del ciclo o el tamaño de la oportunidad de reestructuración”.

Asimetría y protección relativa frente a pérdidas

Esta combinación de valor y calidad respalda el perfil de rentabilidad asimétrico de la estrategia: participación razonable durante las subidas del mercado y capacidad de soportar las sacudidas. “Es un poco como la frase de apertura del poema IF de Rudyard Kipling”, dice Lock. “[...] Si puedes mantener la cabeza en su sitio cuando todos a tu alrededor la han perdido [...]”.

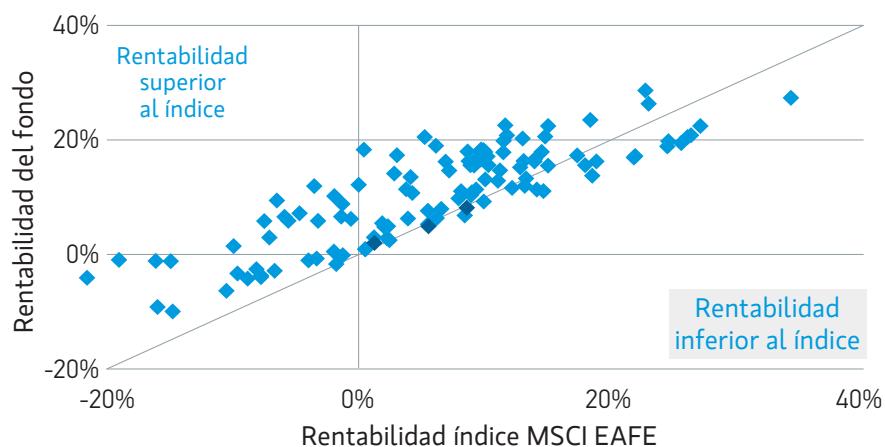
“Es este perfil de rentabilidad asimétrico el que nos ha permitido potenciar el crecimiento a lo largo del tiempo”.

FIGURA 1
Crecimiento a largo plazo



Fuente: Morgan Stanley Investment Management. Datos desde la fecha de lanzamiento del 30 de septiembre de 1986 hasta el 31 de diciembre de 2017. **La rentabilidad pasada no garantiza resultados futuros.** Las rentabilidades representan a Morgan Stanley International Equity Strategy Composite y se presentan antes de descontar las comisiones de custodia y de gestión de inversiones. Si se hubieran incluido las comisiones, las rentabilidades serían más bajas y los resultados podrían ser menos favorables. Las rentabilidades se presentan en USD e incluyen la reinversión de todos los dividendos y rentas. La fecha de lanzamiento de Morgan Stanley International Equity Strategy Composite es el 30 de septiembre de 1986.

FIGURA 2
Rentabilidades anualizadas en períodos de 3 años – datos trimestrales



Fuente: Morgan Stanley Investment Management. Datos desde la fecha de Lanzamiento del 30 de septiembre de 1986 hasta el 31 de diciembre de 2017. **La rentabilidad pasada no garantiza resultados futuros.** Las rentabilidades representan a Morgan Stanley International Equity Strategy Composite y se presentan antes de descontar las comisiones de custodia y de gestión de inversiones. Si se hubieran incluido las comisiones, las rentabilidades serían más bajas y los resultados podrían ser menos favorables. Las rentabilidades se presentan en USD e incluyen la reinversión de todos los dividendos y rentas. La fecha de lanzamiento de Morgan Stanley International Equity Strategy Composite es el 30 de septiembre de 1986.

Los mercados tienen la costumbre de cambiar de trayectoria. Durante la vida de nuestra estrategia, han sido nueve los años en los que el mercado ha registrado una evolución negativa. En cada uno de estos casos, hemos proporcionado una protección relativa frente a pérdidas, retrocediendo de media un 7% en comparación con la caída del 15% del mercado. En los mercados en alza, hemos logrado un crecimiento medio anual del 16% en comparación con el 17,5% del índice MSCI EAFE.² Por tanto, es este perfil de rentabilidad asimétrico el que nos ha permitido potenciar el crecimiento a lo largo del tiempo. La *Figura 2*, que muestra cómo las rentabilidades en períodos de tres años de la estrategia han superado a las del índice en casi todas las desaceleraciones, ilustra esta asimetría.

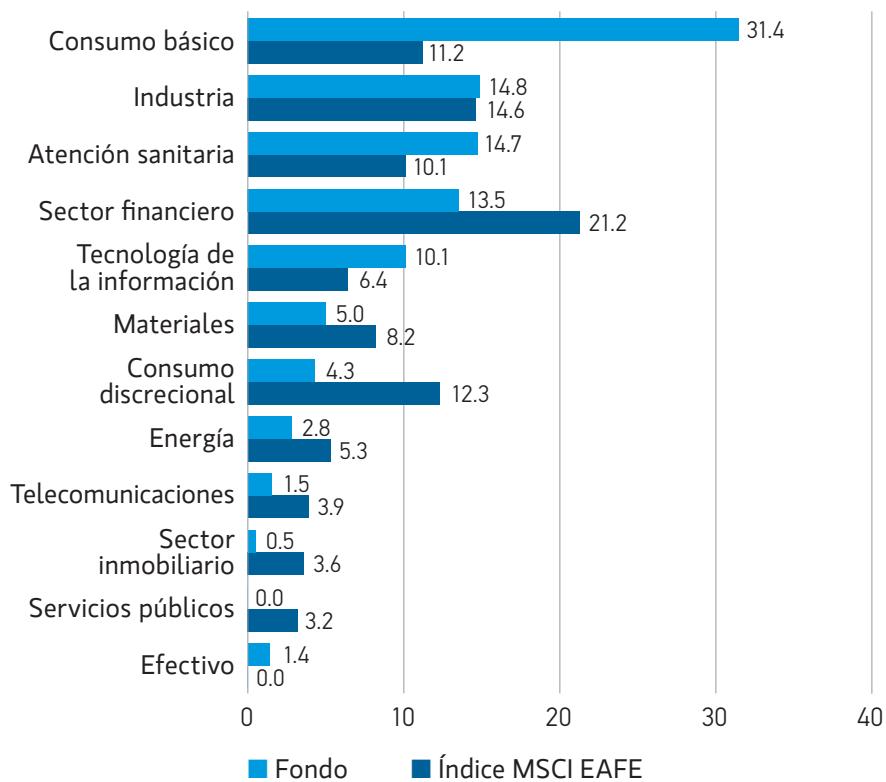
“Percibimos un gran interés de los inversores en este momento en los mercados internacionales (excluido Estados Unidos), ya que se considera que se encuentran más en la etapa intermedia que en la etapa final de la recuperación y, en el caso de Europa y Japón, probablemente en el ocaso del periodo de expansión monetaria”.

“En cuanto a las valoraciones, dado que el mercado EAFE cotiza ahora con una ratio PER (precio frente a la estimación de ganancias de los próximos doce meses) por encima de su último máximo de ciclo, alcanzado justo antes de la crisis financiera global, no pensamos que existan muchas oportunidades llamativas en los mercados. Sí, los mercados internacionales son más baratos en comparación con Estados Unidos, pero, en nuestra opinión, estamos comparando valoraciones descontadas en buena parte, con respecto a valoraciones más que descontadas”.

Sesgados hacia compounders de alta calidad... por ahora

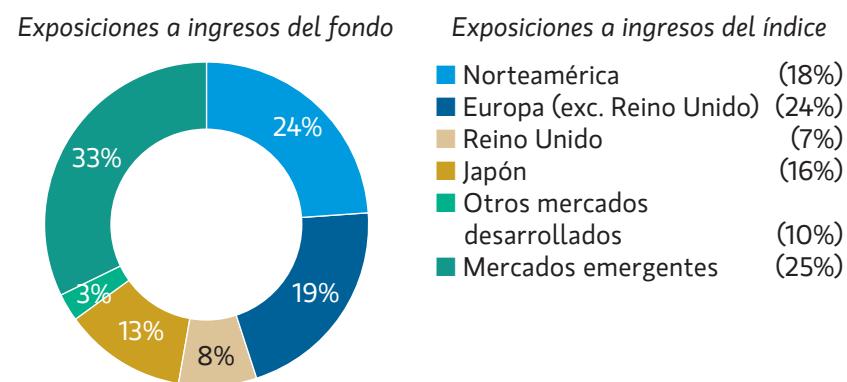
“Entonces, atendiendo a la situación actual de los mercados, el equilibrio entre los “compounders de alta calidad” y las “oportunidades de valor” del fondo está sesgado hacia el primer ámbito. Si

FIGURA 3
Ponderaciones por sector
MS INVF International Equity ex-U.S. Fund



Fuente: Morgan Stanley Investment Management. Datos a 31 de diciembre de 2017. Sujeto a cambios diarios. Se facilitan con fines meramente informativos y no deben considerarse una recomendación para comprar o vender los valores que se indican o valores de los sectores mencionados anteriormente.

FIGURA 4
Exposición a ingresos
Cuenta representativa de renta variable internacional (ponderaciones de índice)



Fuente: MSCI, FactSet y Morgan Stanley Investment Management. Datos a 31 de diciembre de 2017. Actualizado trimestralmente. Este fondo se gestiona de forma activa, por lo que las posiciones podrían no ser actuales. Se facilitan con fines meramente informativos y no deben considerarse una recomendación para comprar o vender los valores que se indican o valores de los países o regiones mencionados anteriormente. Las posiciones y las ponderaciones pueden variar. Cada cartera puede ser diferente, ya que cada una cuenta con directrices y restricciones de inversión específicas. Exposición regional ponderada - porcentaje de ventas de compañía Excluye efectivo y se ajusta al 100%. Datos mostrados para el índice MSCI EAFE.

² Fuente: MSCI, FactSet. Datos a 31 de diciembre de 2017.

viéramos una atractiva combinación de precios y perspectivas en el área de “oportunidades de valor”, el sesgo evolucionaría naturalmente en la otra dirección mediante la selección de valores ascendente (*bottom-up*). Estamos sobreponderados en consumo básico, atención sanitaria y tecnología e infraponderados en consumo discrecional, valores financieros y materiales (Figura 3). La exposición a ingresos del fondo es muy global: un 33% en mercados emergentes, un 19% en Europa, un 24% en Estados Unidos y un 13% en Japón”. (Figura 4)

“Unilever³ (Figura 5), una de nuestras principales posiciones, cotiza cerca de mínimos relativos de diez años frente al sector de consumo básico de MSCI USA en términos de precio frente a ganancias estimadas de los próximos doce meses, a pesar de que la compañía supera en beneficios a las compañías de consumo básico estadounidenses durante el mismo periodo y posee todas las características de calidad que buscamos”, señala Nic Sochovsky. Unilever ha demostrado un alto y mejorado retorno sobre el capital operativo en los últimos 10 años, pasando del 58% al 66%. Ha invertido 160.000 millones de euros en los últimos 20 años solo en actividades de marketing e innovación incremental para reforzar la notoriedad de marca, lo que significa que las marcas en las que ha invertido mucho dinero ocupan generalmente las posiciones número uno o dos en las categorías correspondientes. La compañía tiene un alcance excepcional, con presencia en 190 países y 30 millones de puntos de venta en todo el mundo, y el equipo directivo implementa de manera efectiva un modelo global/local para potenciar la toma de decisiones en el ámbito local. Además de esto, se concentra de forma implacable en los costes, con programas que enfocan la cadena de suministro para mejorar el margen bruto, planes de presupuesto cero para costes operativos y el programa Connected For Growth dirigido a potenciar la agilidad de los niveles directivos e intermedios.

“El 58% de sus ingresos provienen de mercados emergentes. Nos gustan las

FIGURA 5
Las diez posiciones principales
MS INVF International Equity ex-U.S. Fund

VALOR	SECTOR	PAÍS	(%)
British American Tobacco	Tabaco	Reino Unido	4.9
Unilever	Productos personales	Países Bajos	4.4
Reckitt Benckiser	Productos domésticos	Reino Unido	4.2
L'Oréal	Productos personales	Francia	4.0
Pernod Ricard	Bebidas	Francia	3.8
RELX*	Servicios comerciales y profesionales	Reino Unido, Países Bajos	3.7
GlaxoSmithKline	Farmacéutico	Reino Unido	3.7
Shiseido	Productos personales	Japón	3.4
Novartis	Farmacéutico	Suiza	3.4
Tencent	Internet software y servicios	China	3.0
Total			38.4

Fuente: Morgan Stanley Investment Management. Datos a 31 de diciembre de 2017. Sujeto a cambios diarios. Se facilitan con fines meramente informativos y no deben considerarse una recomendación para comprar o vender los valores que se indican o valores de los sectores y los países mencionados anteriormente. *La posición relacionada con RELX Group plc se ha agregado y está compuesta por valores de RELX PLC y RELX NV. Esto se ha agregado de acuerdo con la división de la propiedad. Si se requieren posiciones separadas, póngase en contacto con Morgan Stanley Investment Management.

acciones con exposición al sector de consumo de mercados emergentes, donde las tasas de crecimiento orgánico suelen ser entre dos y tres veces superiores al sector de consumo de mercados desarrollados. Vale la pena señalar que, si bien el índice MSCI USA solo tiene un 15% de sus ingresos expuesto a mercados emergentes y el índice MSCI EAFE, un 25%, nuestro fondo tiene una exposición del 32%, pues las ventas comprenden, entre otros sectores, ocio, alimentación para bebés, cosméticos, medicinas, bebidas, tabaco y seguros de protección”⁴.

“Lo que realmente importa en el área de “oportunidad de valor” es ser selectivo en las posiciones, buscando compañías en las que las rentabilidades vayan en la dirección correcta”, afirma el gestor Bruno Paulson. En Japón, estamos viendo que las rentabilidades mejoran debido a las decisiones de los equipos directivos, desde el sector

cervecer hasta el de productos de belleza. Estamos expuestos a la mejora cíclica potencial en la necesitada industria de equipos de minería y también tenemos posiciones en robótica y automatización, áreas de especial fortaleza para Japón. En otros lugares, estamos encontrando “compounders” baratos en farmacéuticas europeas. En materiales, vemos oportunidades en el sector de la construcción, donde las ganancias ofrecen un importante apoyo operativo ante cualquier recuperación económica. Somos prudentes con respecto al sector de metales industriales debido a la inquietud sobre la demanda china. En el sector financiero, preferimos las aseguradoras a los bancos, ya que el margen de seguridad es mejor debido a riesgos de solvencia, liquidez y regulatorios relativamente limitados. Pocos negocios bancarios pueden superar su coste de capital y el desapalancamiento y las alteraciones forzadas de sus modelos de negocio requieren un gran

³ Segunda posición accionarial más grande de MS INVF International Equity ex-U.S. Fund a 31 de diciembre de 2017.

⁴ Fuente: MSCI, FactSet, Morgan Stanley Investment Management. Datos a 31 de diciembre de 2017.

FIGURA 6**Periodos de rentabilidad de 12 meses hasta el cierre del último mes (%)**

	ENERO 17 – ENERO 18	ENERO 16 – ENERO 17	ENERO 15 – ENERO 16	ENERO 14 – ENERO 15	ENERO 13 – ENERO 14
MS INVF International Equity ex-U.S. Fund - Participaciones Z	26.49	6.04	-7.34	-	-
Índice MSCI EAFE	27.60	12.03	-8.43	-	-

La fecha de lanzamiento de MS INVF International Equity ex-U.S. Fund fue el 18 de noviembre de 2014.

descuento para tener en cuenta los riesgos considerables.

Evitando la disruptión

“Percibimos una gran cantidad de fuerzas disruptivas en todo el mundo, especialmente en las cadenas de suministro. Las áreas de las que nos estamos alejando incluyen compañías de alimentos que deben superar problemas de precios y competencia derivada de las cadenas de descuento, el comercio electrónico y la innovación de los nuevos participantes. En componentes de automoción, la llegada de los vehículos eléctricos, donde el requisito de piezas

será mucho menor, perjudicará la cadena de suministro tradicional. Los automóviles siempre necesitarán neumáticos, pero, ¿qué sucederá con las ventas futuras de sistemas de transmisión, bujías y válvulas, por ejemplo? En energía, las compañías de combustibles fósiles corren el riesgo de asignar erróneamente el capital invirtiendo en reservas futuras que podrían reemplazarse por energías renovables, lo que aumenta el riesgo de activos bloqueados”.

“Pensamos mucho sobre los impactos positivos y negativos de los cambios disruptivos en nuestro fondo y creemos

que los valores que poseemos están generalmente bien posicionados para adaptarse y crecer en un período de cambio sin precedentes”.

“Desde nuestro punto de vista”, concluye Lock, “en un mundo de altas expectativas y elevadas valoraciones, pero con falta de consideración de los riesgos por parte del mercado, la selección de acciones ascendente (bottom-up) centrada en el precio y las perspectivas es el enfoque más efectivo hacia el riesgo y las posibles recompensas que los mercados bursátiles internacionales pueden ofrecer”.

DEFINICIONES

La **ratio precio/beneficio (PER)** es el precio de una acción dividido entre sus beneficios por acción durante los últimos 12 meses. Denominado en ocasiones "el múltiplo", la PER da a los inversores una idea de cuánto están pagando por la capacidad de obtención de beneficios de una compañía. Cuanto más alta sea la PER, más estarán pagando los inversores y, por lo tanto, mayor crecimiento de los beneficios esperarán.

INFORMACIÓN SOBRE ÍNDICES

El índice **MSCI EAFE** es un índice de capitalización bursátil ajustado por las acciones en libre circulación que tiene por objeto medir la evolución de las bolsas de los mercados desarrollados internacionales, excluidos Estados Unidos y Canadá. 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 MSCI EAFE está conformado actualmente por 21 índices nacionales de mercados emergentes. La evolución del índice se expresa en dólares estadounidenses y supone que los dividendos netos se reinvierten.

El índice **MSCI U.S.** tiene por objeto medir la rentabilidad de los segmentos de gran y mediana capitalización del mercado estadounidense.

Comunicación comercial Solo para clientes profesionales. No puede utilizarse con el público en general.

La presente comunicación se dirige exclusivamente a personas que residan en jurisdicciones donde la distribución o la disponibilidad de la información que aquí se recoge no vulneren las leyes o los reglamentos locales y solo se distribuirá entre estas personas.

INFORMACIÓN IMPORTANTE

Esta comunicación comercial la emite Morgan Stanley Investment Management Limited ("MSIM"). Autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera. Número de registro en Inglaterra: 1981121. Domicilio social: 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres E14 4QA.

El presente documento contiene información relativa al subfondo (el "Fondo") de Morgan Stanley Investment Funds, *société d'investissement à capital variable* domiciliada en Luxemburgo. Morgan Stanley Investment Funds (la "Sociedad") está domiciliada en el Gran Ducado de Luxemburgo como organismo de inversión colectiva de conformidad con la Parte 1 de la Ley de 17 de diciembre de 2010, en su versión modificada. La Sociedad es un organismo de inversión colectiva en valores mobiliarios ("OICVM").

La rentabilidad pasada no es un indicador fiable de los resultados futuros. La rentabilidad puede aumentar o disminuir como consecuencia de las fluctuaciones de las divisas. El valor de las inversiones y los ingresos derivados de ellas pueden disminuir o aumentar, por lo que el inversor podría no recuperar el importe invertido.

No deben solicitarse participaciones de Morgan Stanley Investment Funds sin consultar primero el folleto, el documento de datos fundamentales para el inversor y los informes anual y semestral (los "Documentos de Oferta") vigentes u otros documentos disponibles en su jurisdicción, que podrán obtenerse de forma gratuita en el domicilio social: European Bank and Business Centre, 6B route de Trèves, L-2633 Senningerberg, entidad inscrita en el Registro Mercantil de Luxemburgo con el número B 29 192. Asimismo, todos los inversores italianos deben consultar el "Formulario de solicitud ampliado" y todos los inversores de Hong Kong deben consultar la sección de "Información adicional para inversores de Hong Kong" del folleto. Pueden obtenerse copias gratuitas en alemán del folleto, el documento de datos fundamentales para el inversor, los estatutos y los informes anuales y semestrales, así como otra información, a través del representante en Suiza. El representante en Suiza es Carnegie Fund Services S.A., 11, rue du Général-Dufour, 1204 Ginebra. El agente de pagos en Suiza es Banque Cantonale de Gineve, 17, quai de l'Ile, 1204 Ginebra.

Esta comunicación se ha elaborado exclusivamente a efectos informativos y no constituye una oferta o una recomendación para comprar o vender valores concretos ni para adoptar una estrategia de inversión determinada.

Los puntos de vista expresados en el presente documento son las opiniones del equipo de renta variable internacional hasta el 14 de febrero de 2018 y pueden cambiar en función de las condiciones del mercado. El presente documento puede contener ciertas declaraciones que pueden considerarse declaraciones prospectivas. Tenga en cuenta que tales declaraciones no son garantías de rentabilidad futura y que los resultados o acontecimientos reales pueden diferir materialmente de los proyectados.

Toda la información se facilita con fines meramente ilustrativos y no debe interpretarse como una recomendación para comprar o vender los valores indicados [o replicar las exposiciones/ponderaciones indicadas].

La propiedad intelectual de cualquier índice mencionado en el presente documento (incluidas las marcas comerciales registradas) recae sobre el cedente de la licencia correspondiente. Los cedentes de licencia de los índices no patrocinan, respaldan, venden ni promocionan en modo alguno ningún producto basado en índices, por lo que no tendrán responsabilidad alguna a este respecto.

Todas las inversiones entrañan riesgos, incluida la posible pérdida del principal. La información que figura en el presente documento no se ha elaborado atendiendo a las circunstancias particulares de ningún cliente y no constituye asesoramiento de inversión ni debe interpretarse en forma alguna como asesoramiento fiscal, contable, jurídico o regulatorio. Por consiguiente, antes de tomar una decisión de inversión, se aconseja a los inversores que consulten a un asesor jurídico y financiero independiente que les informe sobre las consecuencias fiscales de dicha inversión.

La información incluida en la presente comunicación no constituye una recomendación basada en análisis ni "análisis de inversiones" y se considera una "comunicación comercial" de conformidad con las disposiciones reglamentarias europeas o suizas aplicables. Esto significa que la presente comunicación comercial (a) no se ha elaborado de conformidad con los requisitos legales establecidos para promover la independencia del análisis de inversiones y (b) no está sujeta a ninguna prohibición de contratación antes de la difusión del análisis de inversiones.

MSIM no ha autorizado a intermediarios financieros a utilizar o distribuir el presente documento, salvo que dicha utilización y distribución se lleve a cabo de conformidad con las leyes y los reglamentos aplicables. Además, los intermediarios financieros deberán comprobar por sí mismos que la información recogida en el presente documento es adecuada para las personas destinatarias, teniendo en cuenta sus circunstancias y sus objetivos. MSIM no será responsable del uso o el uso inapropiado del presente documento por cualesquiera tales intermediarios financieros y declina toda responsabilidad al respecto. Los clientes que estén considerando la posibilidad de invertir en participaciones del Fondo siempre deberán asegurarse de haber recibido todo el asesoramiento necesario de dicho intermediario financiero en cuanto a la idoneidad de la inversión.

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

Toda la información que figura en el presente documento tiene carácter privado y cuenta con la protección de las leyes de derechos de autor.

El presente documento podrá traducirse a otros idiomas. Cuando se haga tal traducción, la versión en inglés se considerará definitiva. En caso de discrepancias entre la versión en inglés y cualquier versión del presente documento en otro idioma, prevalecerá la versión en inglés.

© 2018 Morgan Stanley. Todos los derechos reservados

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