

Desbloqueando el futuro – El mundo después de la COVID-19

ACTIVE FUNDAMENTAL EQUITY | INTERNATIONAL EQUITY TEAM | INVESTMENT INSIGHT | JUNIO 2020

Nuestras estrategias globales versan sobre la resiliencia. Contamos con un equipo resiliente que trabaja con gran eficacia desde casa y con un proceso de inversión asimismo resiliente con el que comprobamos que las compañías incluidas en nuestras carteras serán capaces de seguir revalorizándose y evitar destrucciones permanentes de capital; también contamos con carteras resilientes, puede que lo más importante, que de nuevo han logrado registrar menos pérdidas en épocas complicadas.

Esta capacidad de resiliencia no significa que no haya cambiado nada para nuestras carteras en 2020. Presentamos nuestro enfoque para pensar acerca de la COVID-19 en nuestra edición de marzo. Dividimos los impactos en tres ámbitos:

- En primer lugar, están los efectos directos del virus y los esfuerzos para controlar su propagación.
- En segundo, se encuentra el efecto indirecto de las fuertes desaceleraciones económicas que han aparecido en todo el mundo.
- Finalmente, hablamos de cómo va a cambiar el mundo una vez que la crisis haya pasado y cómo afectará a sectores y compañías específicas.

Nuestra opinión es que el enfoque se está moviendo desde el ámbito 1 al ámbito 2, a medida que los mercados

AUTORES



WILLIAM LOCK

Responsable del equipo
International Equity
28 años de experiencia en
el sector



BRUNO PAULSON

Managing Director
26 años de experiencia en
el sector

“La capacidad de lidiar con el cambio de la esfera tradicional a la esfera digital será un área clara de diferenciación”



desarrollados salen de los confinamientos, aunque no está nada claro que las expectativas de beneficios o múltiplos reflejen los desafíos de cara al futuro. Todavía hay mucho que pensar con respecto al ámbito 3, pero la capacidad de lidiar con el cambio de la esfera tradicional a la esfera digital será un área clara de diferenciación.

Ámbito 1: Los efectos directos

Nuestra hipótesis de referencia fue, y sigue siendo, confinamientos severos que duraron aproximadamente un trimestre seguidos de un período de disrupción debido al distanciamiento social. Claramente, algunos sectores se han visto gravemente afectados, en particular, los viajes y la hostelería, mientras que las intervenciones quirúrgicas no urgentes se han aplazado en los hospitales. La lista de beneficiarios potenciales es más corta, como la venta minorista de alimentos, los productos de desinfección y el software. Como se mencionó en ediciones anteriores, hemos reducido nuestra exposición al sector de bebidas, ya que nos preocupa que se produzca una disrupción sostenida de las ventas en establecimientos “con licencia”, es decir, bares y restaurantes, que representan alrededor de la mitad de los ingresos. Sin embargo, en general, a medida que los mercados desarrollados emergen del confinamiento, nuestro enfoque se aleja del impacto directo de la crisis hacia las desaceleraciones resultantes.

“Si bien el inicio de la recuperación puede ser fuerte, es probable que la crisis deje muchas cicatrices”

Ámbito 2: La desaceleración

Ahora ha surgido una pequeña industria que especula sobre la forma de la trayectoria de la recuperación económica, y se habla de “V”, “U”, “W”, forma “swoosh” o “raíz cuadrada invertida”. La palabra “sin precedentes” se ha utilizado mucho, pero se debe a que el golpe sin precedentes a la demanda está generando un nivel de intervención gubernamental sin precedentes. Si bien el inicio de la recuperación puede ser fuerte, ya que los confinamientos se relajan y el gasto de los consumidores se reactiva al reabrirse las tiendas, es probable que la crisis deje muchas cicatrices, como ilustran los 40 millones de solicitudes de desempleo en las últimas 10 semanas en Estados Unidos, incluso antes de comenzaran a preocuparse por una segunda ola. No somos analistas macro top-down y admitimos ser temperamentalmente conservadores dado nuestro enfoque hacia la calidad, pero, sin embargo, nos cuesta imaginar que los beneficios de 2021 del índice MSCI World disminuyan solo un 2% con respecto al nivel de 2019, como sugiere el consenso.

Si de hecho somos demasiado prudentes y los beneficios de 2021 coinciden aproximadamente con el nivel de 2019, esto

todavía implica que la COVID-19 habrá causado dos años de pérdida de crecimiento de los beneficios, aunque el índice MSCI World solo haya bajado un 8% hasta el momento. Esta modesta caída se debe a los niveles del mercado, que ya eran caros a principios de año, cuando el índice MSCI World se situaba en 17 veces los beneficios de consenso para 2020, lo que significa que ahora estamos por encima de 17 veces con respecto al consenso potencialmente optimista para 2021. Solo hay dos formas de perder dinero en renta variable: o se esfuman las ganancias o se esfuman los múltiplos, por lo que ahora, después de una subida del 35% en el índice MSCI World desde finales de marzo, estamos preocupados por ambos aspectos.

La buena noticia es que nuestras carteras no están invertidas en el índice. En cambio, estamos invertidos en compañías de alta calidad, las que son capaces de mantener sus altos retornos sobre el capital operativo a largo plazo, o compounders, como preferimos denominarlas. Están mostrando su fuerza relativa una vez más. El confinamiento no las ha bloqueado. Cuando consideramos dónde se encuentran generalmente los compounders, los hallamos principalmente en algunas partes distintivas del mercado de valores: productos de consumo básico, servicios de software y TI y atención sanitaria. Más del 80% de nuestras carteras se concentran en estas áreas, que poseen activos intangibles difíciles de replicar, incluidas marcas, redes, patentes y licencias, lo que les otorga un poder de fijación de precios, evidenciado por altos márgenes brutos. Estas características resilientes han contribuido a su rendimiento relativo positivo en comparación con el conjunto del mercado desde principios de año.

La otra ventaja que tienen los compounders es que, cuando los tiempos son difíciles, como ahora, todavía experimentan demanda gracias a sus ingresos recurrentes; los pacientes continúan necesitando soluciones salinas o diálisis, las personas todavía compran productos esenciales para el día a día, desde productos de limpieza hasta pañales, y las empresas dependen de los sistemas de TI para operar y comunicarse. El crecimiento de los beneficios puede ralentizarse ante una desaceleración fuerte, pero no tan dramáticamente como para que las compañías afronten cancelaciones de pedidos de motores, grandes pérdidas de préstamos o caída de los precios de un producto, todos los problemas se exacerbaban gravemente si las empresas están apalancadas financieramente además operativamente.

“La COVID-19 ha revelado la importancia de seguir siendo relevantes, disponer de las rutas correctas al mercado y ser dinámicos y flexibles”

Ámbito 3: El mundo después de la COVID-19

El enfoque principal del equipo hasta ahora ha sido lidiar con los ámbitos 1 y 2, modelar el impacto combinado de la crisis de salud y la probable crisis económica y probar el estrés en escenarios aún más adversos. Sin embargo, los pensamientos se están moviendo hacia el ámbito 3, a más largo plazo. La COVID-19 ha revelado la importancia de seguir siendo relevantes, tener las rutas correctas al mercado y ser dinámicos y flexibles. Como se mencionó en la edición de abril, el virus está actuando como un acelerador, particularmente en torno a la digitalización de la economía. Aquellos que tuvieron la visión de invertir en la esfera en línea para digitalizar sus negocios desde el entorno tradicional están viendo los beneficios. Hoy en día, puedes crear y pedir una zapatilla de running exclusivas, puedes pedir productos por todo el mundo desde tu propia casa, puedes usar la cámara de tu teléfono móvil para evaluar el tono de tu piel y luego pedir el maquillaje que mejor se adapte desde el teléfono, puedes trabajar desde casa, puedes colaborar con herramientas como Zoom y Teams, e invertir, ahorrar y pagar, todo en línea. La forma en que trabajamos, compramos, aprendemos, nos conocemos, nos entretenemos e incluso la forma en que nos ponemos en forma: la digitalización ha dado a todos estos hábitos un nuevo canal, un canal al que muchos millones de personas se han acostumbrado en un período de tiempo mucho más corto de lo que jamás se hubiera podido imaginar.

“Poder construir murallas digitales se ha convertido en una característica cada vez más esencial de un compounder de alta calidad”

Si no ha invertido en lo nuevo, si sus productos y servicios no pueden ser conocidos, vistos, comprados o incluso entregados, pero alguna otra compañía puede, entonces ha dejado de ser relevante para su consumidor o cliente, ya sea B2B o B2C. Como inversores, como gestores de carteras que tratan de comprender los riesgos y las oportunidades a largo plazo, siempre nos ha quedado claro que las compañías deben invertir para seguir siendo relevantes si quieren mantener las rentabilidades. Siempre hemos invertido en compounders de alta calidad, ha sido nuestra filosofía durante más de 25 años, pero el lugar donde los hemos encontrado y lo que nos ha preocupado ha cambiado durante este cuarto de siglo. Hoy en día, poder construir fosos digitales, donde sea relevante, para defender, mejorar y extender su negocio se ha convertido en una característica cada vez más esencial de un compounder de alta calidad.

CONSIDERACIONES SOBRE RIESGOS

No existe garantía de que una cartera vaya a alcanzar su objetivo de inversión. Las carteras están sujetas al riesgo de mercado, que es la posibilidad de que bajen los valores de mercado de los títulos que posee la cartera. 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 estrategia podrá comportar pérdidas. Tenga en cuenta que esta estrategia puede estar sujeta a determinados riesgos adicionales. Los cambios en la economía mundial, el consumo, la competencia, la evolución demográfica y las preferencias de los consumidores, la regulación pública y las condiciones económicas podrían afectar negativamente a **compañías con negocios globales** y tener un impacto desfavorable en la estrategia en mayor medida que si los activos de esta estuvieran invertidos en una variedad más amplia de compañías. En general, los valores de los **títulos de renta variable** también fluctúan en respuesta a actividades propias de una compañía. Las inversiones en **mercados extranjeros** comportan riesgos específicos como, por ejemplo, de divisa, políticos, económicos y de mercado. Las acciones de **compañías de pequeña capitalización** entrañan riesgos específicos, como una limitación de líneas de productos, mercados y recursos financieros y una volatilidad de mercado mayor que los títulos de compañías más grandes y consolidadas. Los riesgos de invertir en países de **mercados emergentes** son mayores que los riesgos asociados a inversiones en mercados desarrollados extranjeros. Las **carteras no diversificadas** a menudo invierten en un número más reducido de emisores. En consecuencia, los cambios en la situación financiera o el valor de mercado de un solo emisor pueden causar una mayor volatilidad. **Estrategia de venta de opciones.** La venta de opciones de compra entraña el riesgo de que la cartera se vea obligada a vender el título o instrumento subyacente (o liquidar en efectivo un importe de igual valor) a un precio desfavorable o inferior al precio de mercado de ese título o instrumento subyacente en el momento en que se ejerza la opción. Como vendedora de una opción de compra, durante la vigencia de la opción, la cartera renuncia a la oportunidad de beneficiarse de aquellos aumentos del valor de mercado del título o el instrumento subyacente que cubra la opción por encima del importe de la prima y el precio de ejercicio, pero sigue sujeta al riesgo de pérdida en caso de caída del precio del título o el instrumento subyacente. Además, la estrategia de venta de opciones de compra de la cartera podría no protegerla completamente frente a pérdidas de valor del mercado. Existen riesgos específicos asociados a la venta de opciones no cubiertas, que exponen a la cartera a pérdidas potencialmente significativas.

DISTRIBUCIÓN

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

Irlanda: Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited. Domicilio social: The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's Quay, Dublín 2 (Irlanda). Inscrita en Irlanda con el número de sociedad 616662. Regulada por el Banco Central de Irlanda. **Reino Unido:** Morgan Stanley Investment Management Limited está autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera. Inscrita en Inglaterra. Número de registro: 1981121. Domicilio social: 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres E14 4QA. **Dubái:** Morgan Stanley Investment Management Limited (Representative Office, Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubái, 506501 (Emiratos Árabes Unidos). Teléfono: +97 (0)14 709 7158).

Alemania: Morgan Stanley Investment Management Limited Niederlassung Deutschland, Große Gallusstraße 18, 60312 Fráncfort del Meno (Alemania) (Gattung: Zweigniederlassung [FDI] gem. § 53b KWG). **Italia:** Morgan Stanley Investment Management Limited, Milan Branch (Sede Secundaria de Milano) es una sucursal de Morgan Stanley Investment Management Limited, sociedad inscrita en el Reino Unido, autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera y con domicilio social en 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres, E14 4QA. Morgan Stanley Investment Management Limited Milan Branch (Sede Secundaria de Milano), con sede en Palazzo Serbelloni, Corso Venezia, 16, 20121 Milán (Italia), se encuentra inscrita en Italia con el número de sociedad y de IVA 08829360968. **Países Bajos:** Morgan Stanley Investment Management, Rembrandt Tower, 11th floor, Amstelplein 1, 1096HA (Países Bajos). Teléfono: 31 2-0462-1300. Morgan Stanley Investment Management es una sucursal de Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited está autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera en el Reino Unido. **Suiza:** Morgan Stanley & Co. International plc, London, Zurich Branch. Autorizada y regulada por la Eidgenössische Finanzmarktaufsicht ("FINMA"). Inscrita en el registro mercantil de Zürich con el número CHE-115.415.770. Domicilio social: Beethovenstrasse 33, 8002 Zürich (Suiza). Teléfono +41 (0) 44 588 1000. Fax: +41(0) 44 588 1074.

ESTADOS UNIDOS

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

Antes de invertir, estudie minuciosamente los objetivos de inversión, los riesgos, las comisiones y los gastos de los fondos. En los folletos, figuran esta y otra información sobre los fondos. Para obtener un ejemplar del folleto, descárguelo en morganstanley.com/im o llame al 1-800-548-7786. Lea el folleto detenidamente antes de invertir.

Morgan Stanley Distribution, Inc. actúa como distribuidor de los fondos de Morgan Stanley.

SIN SEGURO DE LA FDIC | SIN GARANTÍA BANCARIA | POSIBLES PÉRDIDAS DE VALOR | SIN LA GARANTÍA DE NINGUNA AGENCIA DEL GOBIERNO FEDERAL | NO ES UN DEPÓSITO

Hong Kong: Este documento lo emite Morgan Stanley Asia Limited para utilizarse en Hong Kong y únicamente podrá facilitarse a "inversores profesionales", según se define este término en la Ordenanza de valores y futuros (Securities and Futures Ordinance) de Hong Kong (capítulo 571). El contenido de este documento no lo ha revisado ni aprobado ninguna autoridad reguladora, ni siquiera la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong. En consecuencia, salvo en casos de exención conforme a la legislación pertinente, este documento no podrá emitirse, facilitarse, distribuirse, dirigirse ni ofrecerse al público en Hong Kong.

Singapur: Este documento no debe considerarse una invitación de suscripción o adquisición, directa o indirectamente, dirigida al público o a cualquier persona concreta de este en Singapur, salvo a (i) inversores institucionales conforme al artículo 304 del capítulo 289 de la Ley de valores y futuros (Securities and Futures Act, "SFA") de Singapur, (ii) "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:** Esta publicación la distribuye en Australia Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited, ACN: 122040037, AFSL n.º 314182, que acepta la responsabilidad de su contenido. Esta publicación y cualquier acceso a ella están dirigidos exclusivamente a "clientes mayoristas", según el significado que se le atribuye a este término en la Ley de sociedades (Corporations Act) de Australia.

Japón: En el caso de los inversores profesionales, este documento se facilita o se distribuye solo con fines informativos. En el caso de aquellas personas que no sean inversores profesionales, este documento se distribuye en relación con el negocio de Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. ("MSIM") con respecto a contratos de gestión discrecional de inversiones y contratos de asesoramiento de inversiones. Este documento no se concibe como una recomendación o una invitación para llevar a cabo operaciones ni

ofrece ningún instrumento financiero concreto. En virtud de un contrato de gestión de inversiones, con respecto a la gestión de activos de un cliente, el cliente ordena políticas de gestión básicas por adelantado y encarga a MSIM que tome todas las decisiones de inversión con base en un análisis del valor de los títulos, entre otros factores, y MSIM acepta dicho encargo. El cliente deberá delegar en MSIM las facultades necesarias para realizar inversiones. MSIM ejerce las facultades delegadas con base en las decisiones de inversión de MSIM y el cliente se abstendrá de emitir instrucciones concretas. Todos los beneficios y las pérdidas de inversión pertenecen a los clientes; el capital principal no está garantizado. Antes de invertir, estudie los objetivos de inversión y la naturaleza de los riesgos. Se aplicará una comisión de asesoramiento de inversiones por contratos de asesoramiento de inversiones o contratos de gestión de inversiones, en proporción al plazo del contrato y en función de la cantidad de activos objeto del contrato, multiplicada por cierto tipo (como máximo, del 2,20% anual, impuestos incluidos). En el caso de algunas estrategias, puede aplicarse una comisión de contingencia, además de la comisión que se menciona anteriormente. También puede incurrirse en gastos indirectos, como comisiones de intermediación de valores registrados. Dado que estos gastos y comisiones varían en función del contrato y otros factores, MSIM no puede indicar los tipos, los límites máximos, etc. por adelantado. Todos los clientes deben leer minuciosamente los documentos que se facilitan antes de la suscripción de un contrato antes de formalizarlo. Este documento lo distribuye en Japón MSIM, sociedad inscrita con el número 410 (Dirección de la oficina financiera local de Kanto [sociedades de instrumentos financieros]), afiliación: Japan Securities Dealers Association, Investment Trusts Association, Japan, Japan Investment Advisers Association y Type II Financial Instruments Firms Association.

INFORMACIÓN IMPORTANTE

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

No existen garantías de que una estrategia de inversión vaya a funcionar en todas las condiciones de mercado, por lo que cada inversor debe evaluar su capacidad para invertir a largo plazo, especialmente, en periodos de retrocesos en el mercado. Antes de invertir, los inversores deben consultar minuciosamente el documento de oferta correspondiente de la estrategia o del producto. Hay diferencias importantes en la forma de ejecutar la estrategia en cada uno de los vehículos de inversión.

Una cuenta gestionada por separado podría no ser adecuada para todos los inversores. Las cuentas gestionadas por separado según la estrategia incluyen diversos títulos y no reproducirán necesariamente la rentabilidad de un índice. Antes de invertir, estudie minuciosamente los objetivos de inversión, los riesgos y las comisiones de la estrategia.

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

Salvo que se indique lo contrario en este documento, los puntos de vista y las opiniones que aquí se recogen corresponden a los del equipo de gestión de carteras y se basan en el estado de los asuntos tratados en el momento de su redacción y no en fechas posteriores; tales puntos de vista y opiniones no se actualizarán ni se revisarán de otro modo para recoger información disponible, las circunstancias existentes o los cambios que se produzcan después de la fecha de este documento.

Las previsiones y/o las estimaciones que se facilitan en este documento pueden variar y no llegar a materializarse. La información relativa a rentabilidades de mercado previstas y perspectivas de mercado se basa en los estudios, los análisis y las opiniones de los autores. Estas conclusiones son de naturaleza especulativa, pueden no llegar a producirse y no pretenden predecir la rentabilidad futura de ningún producto concreto de Morgan Stanley Investment Management.

MSIM 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. MSIM no será responsable del uso o el uso inapropiado de este documento por cualesquiera tales intermediarios financieros y declina toda responsabilidad al respecto.

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

Toda la información que figura en este documento es propia y cuenta con la protección de la legislación sobre derechos de autor.

Explore nuestro sitio web en www.morganstanley.com/im