

Global Equity Observer

Seguir creciendo en medio del ruido

ACTIVE FUNDAMENTAL EQUITY | INTERNATIONAL EQUITY TEAM | PERSPECTIVA DE INVERSIÓN | MARZO 2018

El primer trimestre da la bienvenida a la volatilidad tras varios períodos ausente en los mercados, que han subido en línea recta durante los últimos años. Algunos de los comentarios nerviosos expresados recientemente obedecen más a la excesiva calma anterior, y no a que esté produciéndose en realidad una reacción muy violenta. Para poner estos movimientos en contexto, basta señalar que el índice MSCI World perdió apenas un 1% en el primer trimestre y que el sector IT cerró, de hecho, al alza. La mejor noticia es que la posible burbuja que estaba formándose en los mercados a comienzos de año, y que sin duda iba a dejar paso a un desplome muy duro, se ha evitado.

No obstante, incluso después de la reciente corrección, las valoraciones siguen siendo elevadas y el índice MSCI World cotiza con un PER de más de 15 veces los beneficios de los próximos doce meses, que a su vez se presupone que crecerán a tasas de dos dígitos. El ciclo económico está alcanzando un grado de madurez bastante elevado, al menos en EE. UU., y se observan riesgos importantes ahora que la política monetaria se va a normalizar y la política comercial amenaza con ser mucho menos normal. Tras nueve años de mercado alcista, es indudable que ha llegado la hora de pensar en cómo protegerse frente a las caídas de los mercados, aunque para nosotros cualquier momento es bueno para pensar en ello.

AUTHOR



WILLIAM LOCK
Head of International
Equity Team



BRUNO PAULSON
Managing Director



**DIRK
HOFFMANN-BECKING**
Executive Director

“Tras nueve años de mercado alcista, es indudable que ha llegado la hora de pensar en cómo protegerse frente a las caídas de los mercados...”



Dejando de lado la complejidad, las buenas noticias en renta variable son que solo hay dos formas de perder dinero: si los beneficios descarrilan o si lo hace el PER. Creemos que nuestros fondos están bien posicionados frente a ambos riesgos y deberían seguir ofreciendo la combinación de crecimiento y protección relativa frente a caídas que han mostrado durante las dos últimas décadas.

El factor determinante para la protección contra las caídas de los mercados es que los beneficios de las compañías en los fondos deberían aguantar en una desaceleración económica. La combinación de ingresos recurrentes y poder de fijación de precios hace que las ventas y los márgenes de las compañías resistan en tiempos difíciles. Nuestra estrategia estrella Global Franchise/Brands superó la dura prueba de la crisis financiera global, ya que los beneficios de las compañías en nuestros fondos en realidad aumentaron en el periodo 2007-2009, algo de lo que el conjunto del mercado no puede presumir. No se puede negar que el sector IT ha ido incrementando su peso en nuestros fondos pero el análisis retrospectivo de su evolución sugiere que deberían seguir mostrando solidez, incluso antes de considerar el hecho de que la llegada de la nube ha elevado los ingresos recurrentes de las compañías de software. Un ejemplo de ello es una multinacional de software que tenemos en el fondo y que suministra software empresarial para la gestión de los negocios y las relaciones con los clientes. Sus ingresos recurrentes han aumentado del 43% al 63% de los ingresos totales desde 2008 y, en lo que respecta al beneficio bruto, el elemento recurrente ha pasado del 52% al 70%.

En cuanto a la valoración, nuestros fondos globales se sitúan por encima del mercado atendiendo al PER estimado o, como preferimos llamar a este ratio "suponiendo las mentiras". Son suposiciones porque las estimaciones exceden de media un 8% los beneficios a un año vista (con dos años de antelación, el error aumenta hasta el 14%) y son mentiras porque los

de múltiplo desaparece considerando los beneficios puros y duros. De hecho, atendiendo a nuestro indicador preferido, la rentabilidad por flujo de caja, nuestros fondos globales presentan una prima moderada entre el 5% y el 9% (dependiendo de la estrategia) frente al índice MSCI World, a cambio de algunas de las mejores compañías del mundo.

"Las compañías de nuestros fondos tienen menos probabilidades que el mercado de defraudar significativamente en beneficios, gracias a su estabilidad inherente..."

beneficios empleados son "ajustados" o, como nos gusta llamarlos, "beneficios antes de lo malo" o, cuando nos ponemos más cínicos, "beneficios para que los directivos cobren". En 2016, los beneficios ajustados de las compañías estadounidenses fueron un 25% superiores a las cifras "reales" según los principios contables (GAAP). Las compañías de nuestros fondos tienen menos probabilidades que el mercado de defraudar en beneficios, gracias a su estabilidad inherente, y también son menos proclives a esconder pérdidas "extraordinarias" derivadas de cargos por restructuraciones, amortizaciones o retribuciones en acciones. De este modo, gran parte de la prima en términos

La acusada contracción del múltiplo que ha sufrido el sector del consumo básico en relativo durante los dos últimos años (su prima frente al mercado atendiendo a los beneficios previstos para los próximos 12 meses ha pasado del 40% al 16%) ha sido un lastre para las rentabilidades, pero ha reducido los riesgos de valoración en los fondos y, con ello, ha reforzado nuestra confianza en la solidez de estas en una desaceleración. El sector con los beneficios más resistentes en una desaceleración a nivel global, y que tiene un peso considerable en los fondos está en su nivel más barato frente al mercado desde la crisis financiera global y presenta una mínima prima del 3% frente al índice MSCI World en términos de flujo de caja libre.

Nuestras estrategias tratan de revalorizar el patrimonio a largo plazo invirtiendo en compañías de alta calidad que incrementan sus beneficios de forma constante y presentan valoraciones razonables. Tratan de mantener el rumbo, en lugar de sobresalir, y se les ha descrito como inversiones para hacerse rico lentamente. No cabe duda de que resulta una propuesta atractiva en un mundo incierto, sobre todo cuando realmente no hay que pagar de más por una certeza relativa.

CONSIDERACIONES SOBRE RIESGOS

No existe garantía de que una cartera determinada vaya a alcanzar su objetivo. 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. En consecuencia, su inversión en esta estrategia podrá comportar pérdidas. Tenga en cuenta que esta estrategia podrá 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 instrumento subyacente que cubra la opción que superen el 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 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.

INFORMACIÓN SOBRE ÍNDICES

El índice **MSCI World** es un índice ponderado por capitalización bursátil ajustado por las acciones en libre circulación que tiene por objeto medir la rentabilidad de las bolsas de mercados desarrollados de todo el mundo. La expresión "en libre circulación" designa la proporción de las acciones en circulación que se consideran disponibles para su compra por los inversores en los mercados bursátiles. La evolución del índice se expresa en dólares estadounidenses y supone que los dividendos netos se reinvierten. El índice no está gestionado y no incluye gastos, comisiones ni gastos de suscripción. No es posible invertir directamente en un índice.

DEFINICIONES

El **flujo de caja libre** es una medida de la rentabilidad financiera de una compañía, calculada como el flujo de caja operativo menos los gastos de capital. La **ratio precio/beneficio (PER)** es una ratio de valoración de compañías que pone en relación su cotización actual y su beneficio por acción. A la PER también se le denomina con frecuencia "múltiplo de precios" o "múltiplo de beneficios".

DISTRIBUCIÓN

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.

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, Junghofstrasse 13-15 60311 Fráncfort (Alemania) (Gattung: Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG). **Italia:** Morgan Stanley Investment Management Limited, Milan Branch (Sede Secondaria di 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 Secondaria di 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 11096HA (Países Bajos). Teléfono: 312-0462-1300. 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 del 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 Zúrich con el número CHE-115.415.770. Domicilio social: Beethovenstrasse 33, 8002 Zúrich (Suiza). Teléfono +41(0) 44 588 1000. Fax: +41(0) 44 588 1074.

Estados Unidos

Una cuenta gestionada por separado podría no ser lo más adecuado 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, deben estudiarse 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, deben estudiarse minuciosamente los objetivos de inversión, los riesgos, las comisiones y los gastos de los fondos. En los folletos figura 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: El presente documento ha sido emitido por 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 del presente documento no ha sido revisado ni aprobado por ninguna autoridad reguladora, incluida la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong. En consecuencia, salvo en casos de exención conforme a la

legislación pertinente, el presente documento no podrá emitirse, facilitarse, distribuirse, dirigirse ni ofrecerse al público en Hong Kong. **Singapur:** El presente 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. **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.

INFORMACIÓN IMPORTANTE

EMEA: 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.

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

Una cuenta gestionada por separado podría no ser lo más adecuado 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, deben estudiarse minuciosamente los objetivos de inversión, los riesgos y las comisiones de la estrategia.

El presente documento es una comunicación general que no es imparcial y que se ha elaborado exclusivamente a efectos informativos 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 provista en el presente 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, se aconseja a los inversores que consulten a un asesor jurídico y financiero independiente que les informe sobre las consecuencias fiscales de dicha inversión.

Salvo que aquí se indique lo contrario, los puntos de vista y las opiniones que se recogen en el presente documento corresponden a los de equipo de gestión de la cartera y se basan en el estado de los asuntos tratados en el momento de su elaboración y en ninguna fecha posterior; tales puntos de vista y opiniones no se actualizarán ni se revisarán de otro modo para recoger información que pase a estar disponible más adelante ni circunstancias o cambios posteriores a la fecha del presente documento.

Las previsiones o las estimaciones que se facilitan en el presente documento pueden variar y no llegar a materializarse. La información relativa a las rentabilidades de mercado previstas y a las perspectivas del mercado se basa en la investigación, el 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 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.

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.

Explore our site at www.morganstanley.com/im