

Cara a Cara: Global Brands y Global Quality

ACTIVE FUNDAMENTAL EQUITY | EQUIPO INTERNATIONAL EQUITY | PERSPECTIVA DE INVERSIÓN | 2018

La especialista de carteras Laura Bottega plantea algunas preguntas de actualidad al gestor Bruno Paulson.

Laura Bottega (LB): Repasemos los conceptos básicos en primer lugar. ¿Cuáles son las oportunidades que las carteras de renta variable global concentradas MS INVF Global Brands Fund y MS INVF Global Quality Fund ofrecen a los inversores?

BRUNO PAULSON (BP): Lo que ambas estrategias ofrecen es un conjunto de compañías capaces de potenciar su crecimiento de forma constante a precios razonables. El interés radica en que estas compañías han logrado beneficios realmente sólidos en momentos difíciles. De hecho, en el caso de Global Brands, los beneficios de las compañías incluidas en la cartera aumentaron durante la crisis financiera global, un momento en que los beneficios del mercado se redujeron a la mitad.¹

Puesto que estas compañías pueden potenciar su crecimiento incluso en momentos difíciles, las compañías (y por tanto las carteras) pueden hacer lo mismo a lo largo de todo el ciclo, superando al mercado. Pensamos que esta es la razón por la que, a lo largo del ciclo, nuestras estrategias han brindado sólidas rentabilidades absolutas y relativas.

LB: Entonces, ¿podría resumirlo afirmando que, en su opinión, las estrategias ofrecen crecimiento de capital y visibilidad de los beneficios?

BP: Sí, y una medida de protección frente a pérdidas con respecto al índice de referencia.

AUTORES

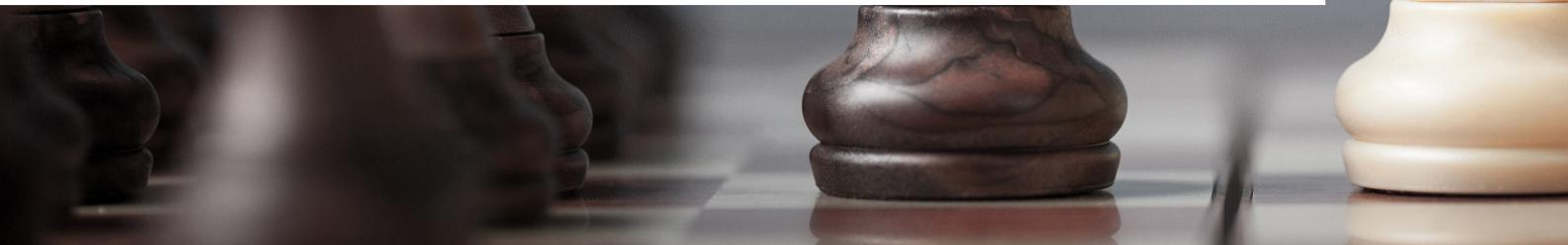


BRUNO PAULSON
Managing Director



LAURA BOTTEGA
Managing Director

¹ Período cubierto: 31 de octubre de 2000 a 31 de octubre de 2017; mercado representado por el índice MSCI World. Fuente: FactSet, MSCI, Morgan Stanley Investment Management.



LB: ¿Cómo compararía Global Brands con Global Quality?

BP: Creo que la diferencia entre estas estrategias es relativamente pequeña. Las dos carteras se superponen en torno al 70 % y el otro 30 % de las compañías en Global Quality también presentan una calidad muy alta, por lo que ambas carteras son bastante defensivas y se mueven de manera similar.

Del 30 %, la mitad se encuentra en el sector de salud, principalmente compañías farmacéuticas y de productos sanitarios diversificadas de gran tamaño, y la otra mitad se centra en compañías que pueden tener más apalancamiento o que no pagan dividendos y que por estas razones no son aptas para la estrategia Global Brands.

Es posible que Global Quality tenga una beta ligeramente mayor, aunque probablemente esta será significativamente más baja que el mercado, y todavía debería ofrecer mucha protección relativa frente a pérdidas. La principal diferencia radica en cómo se comporta el sector de salud y la opinión que tengamos al respecto puede influir sobre las carteras. Solo señalaría que este sector es bastante barato en este momento, cuando las valoraciones son elevadas en general.

La estrategia Global Quality tiene un sesgo hacia tecnológicas, pero la ponderación global en el sector de tecnología es similar entre las dos carteras. A más largo plazo, cuando este ciclo finalmente acabe, tenemos la opción de comprar valores industriales dentro de la estrategia Global Quality. No poseemos compañías puramente industriales en este momento debido sencillamente a las valoraciones (en múltiples máximos de beneficios máximos), aunque los incluiríamos cuando sea el momento adecuado.

LB: La disruptión se ha convertido en un tema de actualidad. En su opinión, ¿cuáles son las principales amenazas disruptivas?

BP: Tratamos de poseer compañías con activos intangibles muy fuertes o, como se denominan frecuentemente en

inglés, «moats», ya que esto les permitirá mantener sus rentabilidades en niveles elevados. Intentamos evitar compañías cuyo retorno sobre el capital se diluya. Claramente, la disruptión amenaza con debilitar estos activos intangibles, bien por la aparición de cierto gigante del comercio electrónico, a través de los canales minoristas o de su servicio de alojamiento en la nube, o bien por el aumento de los servicios de streaming.

Ahora, para ser claros, no somos inversores centrados en compañías de crecimiento y luchamos por superar las consecuencias de estos disruptores. Aspiramos a poseer compañías que serán resilientes ante la disruptión o que ofrezcan ciertos elementos disruptivos.

En medios de comunicación, nos decantamos por las compañías con el mejor contenido de marca, es decir, aquellos que poseen o crean los contenidos que el público desea ver, como informativos y eventos deportivos en directo, así como cine y series de alta calidad. Pensábamos que había tres proveedores de muy alta calidad, pero la reciente ola de transacciones corporativas ha reducido el universo. La industria ha puesto un precio a los activos que durante tanto tiempo hemos sostenido que eran valiosos, lo que demuestra que nuestra tesis de inversión era correcta tras algunos meses de volatilidad.

En tecnología, invertimos en compañías necesarias para realizar otros negocios. Ya sea, una tecnológica con posición dominante en el mercado, con su plataforma en la nube y su oferta de productos y servicios mediante suscripciones, o una compañía global de servicios de consultoría de negocios y servicios profesionales que genere elevados ingresos ayudando a las grandes empresas a hacer frente a los cambios disruptivos.

La disruptión también está llegando a sectores de calidad considerados como «refugio seguro»; una de las áreas a las que nos referimos es el tabaco, donde apostamos por las compañías más disruptivas que son líderes en tecnología heat-not-burn de próxima generación.

LB: Ambas carteras tienen una exposición del 30 % al sector tecnológico. ¿Qué valores tecnológicos tienen sentido para las carteras defensivas?

BP: Para ser claros, invertimos en tecnología «aburrida» y las compañías suelen presentar valoraciones acordes. No participamos en hardware, solo en software y servicios informáticos. Lo que nos gusta de estas compañías son los ingresos recurrentes. Estos pueden proceder de grandes empresas a las que les resulta imposible sobrevivir sin una compañía de consultoría y servicios profesionales profundamente integrada en su negocio, o del software, donde los ingresos continúan creciendo. Una compañía en la que invertimos fabrica software empresarial para gestionar operaciones comerciales y relaciones con clientes. Los ingresos recurrentes generados por el mantenimiento del software fueron una de las cosas que nos atrajeron de la compañía. Ahora, con el crecimiento de las suscripciones a la nube y el crecimiento, también, de los ingresos por suscripciones, esta compañía cada vez depende menos de las ventas de software iniciales, que tienen un carácter más volátil.

Si la situación global se deteriora, pensamos que los ingresos y los beneficios de las compañías de tecnología que poseemos se mantendrán muy estables y que, de hecho, aguantarán mejor que la última vez.

LB: ¿Qué sucede con consumo básico? Ante un cambio disruptivo, ¿qué les hace confiar en los valores de consumo básico que aún poseen?

BP: Nuestro universo de consumo básico se ha estrechado un poco. Consumo básico sigue siendo una parte crucial de la cartera (más del 40 % en la estrategia Brands y el 25 % en la estrategia Quality), pero nuestra exposición ha disminuido con el tiempo.

Creo que hay cuatro elementos que tenemos en cuenta al invertir en el sector de consumo básico. Uno, *invertir en las categorías correctas*, es decir, las categorías que están más protegidas

(por ejemplo, belleza, tabaco, alcohol), y no en alimentación, ya que, o estas categorías presentan menor probabilidad de verse impactadas por el comercio electrónico por todo tipo de razones, o las marcas que las componen son poderosas y robustas. En segundo lugar, dentro de las categorías, buscamos posicionarnos *en las marcas más potentes*. Particularmente, si es cierto que nos estamos moviendo hacia un mundo dirigido por la voz —donde no acudiremos al supermercado, ni incluso compraremos por internet, sino que simplemente emitiremos órdenes a un aparato situado sobre una mesa en nuestra casa—, buscamos posicionarnos en las marcas que están en la mente de todos. En tercer lugar, queremos *exposición a los mercados emergentes* porque estas amenazas disruptivas no son tan importantes en esta región y está registrándose un crecimiento más fuerte. Y, en cuarto lugar, deseamos una *gestión emprendedora y descentralizada* que pueda reaccionar frente a las amenazas y, en particular, que esté totalmente comprometida. Debe invertirse mucho en publicidad y promoción y no recortar este presupuesto tan pronto como surjan amenazas, además de algo fundamental: estar *comprometido plenamente con la adopción digital*. Si nos fijamos en estos cuatro elementos, podemos ver por qué, en los últimos años, hemos construido una posición muy importante en ciertas compañías y vendido otras posiciones myt grandes.

2017 fue un año robusto para ambos productos gracias a la buena evolución de los mercados; esto se debió a la selección de valores en consumo básico y a que el mercado reconoció, en cierta medida, que estábamos en el camino correcto.

LB: Finalmente, volviendo al entorno macroeconómico: ¿cómo pueden afectar los tipos de interés a las carteras Global Brands y Global Quality?

BP: Existe una teoría muy popular que sostiene que el aumento en los tipos de interés es perjudicial para los valores con una tendencia a comportarse de forma similar a los bonos, como es el

caso de las acciones de consumo básico. Pueden observarse correlaciones durante largos períodos entre el rendimiento relativo del sector de consumo básico frente al mercado y los tipos a 10 años. No obstante, creemos que es un análisis erróneo.

Si pensamos en el comportamiento de las estrategias Brands y Quality (y esto se aplica a ambas) a corto plazo, la rentabilidad se basa en las relaciones que se establecen entre la aversión y la inclinación al riesgo. Entonces, el mejor momento para comprar nuestras carteras es cuando los inversores se muestran proclives al riesgo. Tengamos miedo cuando la codicia se apodere del mercado. En este momento, el referente más simple que analizo es el múltiplo relativo de consumo básico frente al mercado, que está cerca de sus mínimos posteriores a la crisis financiera mundial, por lo que considero que no es particularmente controvertido afirmar que nos encontramos en la actualidad ante una situación en el mercado proclive a tomar riesgo.

Entonces, este efecto entre la inclinación al riesgo y los tipos de interés ya se da actualmente. Y, a largo plazo, ¿lo que importa es la evolución de los beneficios? ¿Evolucionan mejor los beneficios que el mercado? Todavía creemos que los beneficios de estas compañías evolucionarán mejor que el mercado.

El riesgo potencial en términos relativos es que, si la situación resulta ser mejor de lo que todos piensan, si todos los riesgos desaparecen, entonces a algunas compañías de baja calidad probablemente les irá relativamente bien. Y, si esa es su visión del mundo, y puede soportar las altas valoraciones de estas compañías de baja calidad, entonces debería invertir en ellas.

Pero, por el momento, como he comentado anteriormente, al no tener que pagar por correr menos riesgos, ni por la alta calidad, considero que es un momento bastante atractivo para tener dos estrategias con carteras que posean lo que consideramos como, las compañías de mayor calidad que existen en el mundo.

Consideraciones sobre riesgos

El fondo depende de determinados servicios, inversiones o transacciones a cargo de terceros. En caso de que dichos terceros devengan insolventes, el fondo podría quedar expuesto a pérdidas financieras.

- El número de compradores o vendedores puede ser insuficiente, lo cual podría afectar a la capacidad del fondo para comprar o vender títulos.
- La inversión en acciones A de China a través del programa Shanghai-Hong Kong Stock Connect también puede conllevar riesgos adicionales, tales como riesgos relacionados con la propiedad de acciones.
- La rentabilidad pasada no es un indicador fiable de resultados futuros. La rentabilidad puede aumentar o disminuir como consecuencia de las fluctuaciones de las divisas. El valor de las inversiones y de las rentas derivadas de ellas puede tanto disminuir como aumentar, por lo que los inversores podrían perder toda su inversión o una parte sustancial de ella.
- El valor de las inversiones y de las rentas derivadas de ellas fluctuará, por lo que no existe garantía de que el fondo vaya a alcanzar sus objetivos de inversión.
- Las inversiones pueden realizarse en diversas divisas y, por lo tanto, las variaciones de los tipos de cambio pueden disminuir o aumentar el valor de las inversiones. Además, el valor de las inversiones puede verse afectado negativamente por las fluctuaciones de los tipos de cambio entre la divisa de referencia del inversor y la divisa base de las inversiones.

DEFINICIONES DE 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 USD y supone que los dividendos netos se reinvierten.

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, autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera. **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 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 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.

Hong Kong: El presente 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 del presente 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, el presente documento no podrá emitirse, facilitarse, distribuirse, dirigirse ni ponerse a disposición del 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 que tal distribución sea conforme a 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: La presente 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.

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").

No deben solicitarse participaciones del fondo 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 Tréves, L-2633 Senningerberg, inscrita en el registro mercantil de Luxemburgo con el número B 29192. Asimismo, todos los inversores italianos deben consultar el Formulario de solicitud ampliado y todos los inversores de Hong Kong deben consultar el apartado "Información adicional para inversores de Hong Kong" del folleto. Pueden obtenerse copias gratuitas del folleto, el documento de datos fundamentales para el inversor, los estatutos y los informes anuales y semestrales, en alemán, 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 Genève, 17, quai de l'Île, 1204 Ginebra. El presente documento 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.

La propiedad intelectual de cualquier índice mencionado en el presente documento (incluidas las marcas comerciales registradas) recae sobre el concedente de la licencia correspondiente. 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.

Todas las inversiones entrañan riesgos, incluida la posible pérdida del capital 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, los inversores deben consultar a un asesor jurídico y financiero independiente para 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 sujeto a ninguna prohibición de contratación antes de la difusión del análisis de inversiones. Salvo que aquí se indique lo contrario, los puntos de vista y las opiniones que se recogen en el presente documento corresponden a los del equipo de gestión de carteras y se basan en el estado de los asuntos tratados en el momento de su elaboración y no en fechas posteriores; 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.

MSIM no ha autorizado a intermediarios financieros a utilizar o distribuir el presente documento, salvo que dichas utilización y distribución se lleven a cabo de conformidad con las leyes y los reglamentos aplicables. MSIM no será responsable del uso o el uso inapropiado del presente documento por cualesquier tales intermediarios financieros y declina toda responsabilidad al respecto. Si es usted distribuidor de Morgan Stanley Investment Funds, algunos fondos o todos ellos, o participaciones de fondos concretos, podrán estar disponibles para su distribución. Consulte estos datos en su acuerdo de subdistribución antes de remitir información sobre fondos a sus clientes.

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 previo de MSIM.

Toda la información que figura en el presente documento es propia y cuenta con la protección de la legislación sobre los 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.

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