

Global Equity Observer

Guerra Comercial: ¿para qué sirve?

– EDWIN STARR

RENTA VARIABLE ACTIVA FUNDAMENTAL | EQUIPO INTERNATIONAL EQUITY | PERSPECTIVA DE INVERSIÓN | OCTUBRE DE 2018

En el momento de la redacción de este Documento (31 de octubre de 2018), el índice MSCI World registró su primera corrección superior al 10% desde comienzos de 2016. Los analistas atribuyen la corrección a diversos factores, entre los que se encuentran el alza de los tipos de interés, el encarecimiento de la energía con motivo de las restricciones de la oferta y la regulación medioambiental, las turbulencias políticas en Italia y la creciente tensión comercial entre Estados Unidos y China. Como es habitual, no ganamos nada previendo si este es, o no, el inicio de una ralentización más persistente del mercado o tan solo un retroceso pasajero.

Sin embargo, podría resultar de utilidad explicar con algo más de detalle por qué consideramos que nuestros fondos se encuentran posicionados adecuadamente para hacer frente a estas dificultades, utilizando las tensiones comerciales como ejemplo:

Cómo evaluar el impacto del auge del proteccionismo

La mayoría de los análisis que consultamos sobre las tensiones comerciales tratan de estimar el efecto de las barreras a las importaciones sobre el producto interior bruto (PIB). Parece no existir consenso sobre la medida del impacto, aunque el Banco Central Europeo estima un efecto directo e indirecto de -0,75% el primer año sobre el PIB global con respecto a la hipótesis de referencia¹.

El PIB puede resultar una herramienta útil para prever la demanda de productos concretos, pero, en este caso específico, podría resultar más bien confuso, pues las guerras

AUTORES



WILLIAM LOCK

Responsable del equipo International Equity



BRUNO PAULSON

Managing Director



DIRK HOFFMANN-BECKING

Executive Director

“El efecto que tiene en los resultados depende de la capacidad para fijar precios de una compañía”

¹Fuente: https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2018/html/ecb.ebbox201806_01.en.html

comerciales inciden directamente en el PIB de dos maneras: por un lado, el alza de los aranceles a las importaciones reducen el poder adquisitivo de los hogares, lo cual se traduce en un descenso del consumo. Este lastre para el PIB se compensa, en parte, con el encarecimiento de los bienes que se importan, lo cual lleva a consumidores y compañías a virar hacia productos fabricados en territorio nacional, extremo que, a su vez, potencia la demanda interna y reduce las exportaciones. En pocas palabras, aplicar aranceles a las importaciones, digamos, de vehículos puede reducir la demanda de vehículos fabricados en el extranjero, si bien dicho efecto negativo se compensa parcialmente con el incremento de la demanda de vehículos fabricados en territorio nacional. Por tanto, el impacto en el PIB se mitiga en parte.

En el caso de las compañías globales que copan los índices, no se produce esta mitigación, pues, en primer lugar, padecen un descenso de la demanda absoluta de sus productos porque los precios aumentan en línea con los aranceles a las importaciones; además, si los clientes seguidamente viran a productos fabricados en territorio nacional, estas compañías se ven obligadas a trasladar la producción desde emplazamientos más eficientes a otros que no lo son tanto, a menudo, centros nacionales de menores dimensiones. Por tanto, se ven afectadas en términos tanto de volúmenes como de márgenes, debiendo además asumir la inversión en inmovilizado que supone trasladarse.

La gravedad del impacto en los márgenes depende de la capacidad de fijación de precios, la cuota de los ingresos recurrentes y la profundidad de la cadena de suministro

Este ejemplo supone un modelo de producción simplificado con integración vertical plena. En realidad, el mundo ha experimentado un proceso de

integración profundo en los últimos 30 años y las piezas se fabrican y se montan allá donde existe mayor eficiencia. Apple, por ejemplo, cuenta con más de 200 proveedores repartidos por todo el mundo, pero la mayoría se encuentra en Asia y dichos proveedores envían sus bienes a la base de fabricación principal, ubicada en China. Solo el 46% del valor añadido de los equipos eléctricos y ópticos que se exportan desde China efectivamente se genera en dicho país². En caso de disrupción en esta cadena de suministro y de que la producción deba dividirse entre múltiples ubicaciones, se pierden los efectos de escala y alcance de la cadena.

La pregunta de si esta pérdida de eficiencia afecta a los resultados de las compañías depende en gran medida de su capacidad para fijar precios y su cuota de ingresos recurrentes. En la mayoría de los sectores, las compañías carecen de capacidad de fijación de precios como para repercutir el aumento de los costes a los clientes y sufren caídas significativas de los ingresos cuando la demanda desciende.

Algunas compañías evolucionan mejor que otras

Nuestro enfoque ascendente (*bottom-up*) de inversión se centra en la capacidad de fijación de precios y los ingresos recurrentes como componentes clave de la valoración de la calidad. Además, nuestro enfoque hacia el riesgo se fija, entre otros aspectos, en las dificultades a las que podría enfrentarse el negocio subyacente de la compañía, incluida la cadena de suministro. Como resultado, nuestras carteras tienden a ponderarse hacia emisores de consumo básico, *software* y servicios y atención sanitaria, sectores que consideramos más resilientes que otros durante una guerra comercial.

Las compañías de consumo básico tienden a presentar cadenas de suministro relativamente cortas, pues buena parte de sus productos no se trasladan de forma significativa. Destaca

aún más que los ingresos del sector suelen ser recurrentes, pues las compras se realizan de manera más regular y resulta más difícil que se pospongan.

Los consumidores pueden retrasar a otro año la compra de un lavavajillas, un coche o un teléfono móvil nuevos, no así en el caso del jabón, el detergente, la comida para bebés o las bolsas de basura, que deben adquirirse semanal o mensualmente. Asimismo, estos artículos suelen venderse por importes individuales modestos, de ahí que los incrementos de precios para compensar los impuestos a las importaciones o el descenso de la eficiencia en la producción puedan repercutirse a los clientes más fácil y rápidamente que en otros sectores. En el sector, concluimos que algunas compañías disponen de marcas y posiciones de mercado más robustas que otras, lo cual aumenta su capacidad de mejorar su rentabilidad a través del *mix* precio/producto.

“Nuestras carteras tienden a ponderarse hacia sectores que consideramos más resilientes durante una guerra comercial”.

Las compañías de *software* y servicios suelen verse menos afectadas por los impuestos convencionales a las importaciones, pues carecen de cadenas de suministro en el sentido tradicional. En la medida en que se apliquen aranceles a sus productos, una capacidad de fijación de precios sólida les permite repercutirlos íntegramente a su base de clientes. Por ejemplo, en los casos en que los productos ya han pasado a un modelo de suscripción permanente mediante la nube, los proveedores disponen de un medio eficaz para que los clientes participen del viraje económico. Sin embargo, nos preocupan especialmente los lugares

² Fuente: base de datos del valor añadido del comercio de la OCDE (<http://www.oecd.org/sti/ind/measuring-trade-in-value-added.htm>)

en que percibimos restricciones a la circulación de personas, por ejemplo, por la menor disponibilidad de visados de trabajo de corta duración. Aunque estos tipos de restricciones pueden suponer repercusiones negativas, en este caso, pueden resultar beneficiosas para las compañías de consultoría que llevan a cabo su actividad sobre una base de coste más margen y que buena parte de su plantilla ya se encuentra en emplazamientos con costes elevados.

Atención sanitaria también es un sector con cadenas de suministro bastante cortas. La mayoría del valor radica en la investigación y el desarrollo y/o en competencias de producción altamente sofisticadas. Dado que estos productos

cuentan con la protección de patentes o son difíciles de reproducir, revisten una importancia realmente vital y son los gobiernos los que suelen asumir el grueso de la factura sanitaria, los aranceles a las importaciones de productos sanitarios son más bien inusuales. Incluso aunque se aplicaran, los proveedores de atención sanitaria disponen de la capacidad para fijar precios necesaria para repercutírselos a sus clientes finales.

Los sectores en los que creemos que es de esperar que las guerras comerciales impriman un efecto directo más severo en los volúmenes y los márgenes son industria, materiales y fabricantes de *hardware* de tecnologías de la

información dada su limitada capacidad para repercutir unos costes más elevados a los clientes y, en algunos casos, su dependencia de cadenas de suministro profundas y complejas trazadas durante la última década.

Nuestras carteras siguen muy orientadas a los tres sectores que consideramos más sólidos —consumo básico, *software* y servicios y atención sanitaria—, pues nos centramos en ingresos elevados y recurrentes y capacidad de fijación de precios. Mantenemos la cautela en cuanto a los sectores industrial, de materiales y financiero a pesar de cierta mejora en las valoraciones.

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. 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 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 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 USD 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 **producto interior bruto** es el valor monetario de todos los bienes terminados y los servicios producidos dentro de las fronteras de un país en un periodo específico.

DISTRIBUCIÓN

La presente comunicación se dirige exclusivamente a personas que residen en jurisdicciones donde la distribución o la disponibilidad de la información que aquí se recoge no vulneran 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 Secundaria 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 Secundaria 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.

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, 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 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 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.

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. ("MSIMJ") con respecto a contratos de gestión discrecional de inversiones y contratos de asesoramiento de inversiones. Este documento no se concibe como una recomendación o 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 MSIMJ que tome todas las decisiones de inversión con base en el análisis del valor de los títulos, entre otros factores, y MSIMJ acepta dicho encargo. El cliente deberá delegar en MSIMJ las facultades necesarias para realizar inversiones. MSIMJ ejerce las facultades delegadas con base en las decisiones de inversión de MSIMJ 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 inversión 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 2,16% 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, MSIMJ 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 MSIMJ, sociedad inscrita con el número 410 [Dirección de la oficina financiera local de Kanto (sociedades de instrumentos financieros)], afiliación: The Investment Trusts Association, Japan, Japan Investment Advisers Association y Type II Financial Instruments Firms Association.

INFORMACIÓN IMPORTANTE

EMEA: Esta comunicación 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.

El presente 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 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, los inversores deben consultar a un asesor jurídico y financiero independiente para que les informe sobre las consecuencias fiscales de dicha inversión, entre otros aspectos.

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 publicación.

Las previsiones y/o las estimaciones que se facilitan en el presente 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 o distribuir el presente documento, salvo que tales utilización y distribución se lleven 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 es propia y cuenta con la protección de la legislación sobre derechos de autor.

Explore our site at www.morganstanley.com/im