

Global Equity Observer

Entre Escila y Caribdis

ACTIVE FUNDAMENTAL EQUITY | INTERNATIONAL EQUITY TEAM | PERSPECTIVA DE INVERSIÓN | DICIEMBRE 2019

Como almas sencillas que somos, tratamos de descomponer la inversión en beneficios y múltiplos. Dado que nos preocupa la preservación del capital, mantenemos que solo existen dos maneras de perder dinero con la renta variable: o se esfuman los beneficios o se esfuman los múltiplos. Si bien nuestra actividad cotidiana tiene que ver con valores concretos, también tratamos de aplicar esta lógica al conjunto de los mercados.

Al cierre de 2017, nuestra preocupación eran los múltiplos; el índice MSCI World superaba en 17 veces las estimaciones de consenso¹. Este temor resultó tener una base sólida, pues 2018 fue un año de retroceso a pesar de registrar un crecimiento de los beneficios superior al 10%, al ajustarse a la baja el múltiplo del mercado a 13,4¹. Dado este ajuste a la baja, nuestra preocupación para 2019 pasaron a ser los beneficios... ¡y acertamos en una cuarta parte! Decimos “en una cuarta parte” porque acertamos a medias en cuanto a los beneficios, que decepcionaron ligeramente al descender algo en el conjunto del año en lugar de subir el 7% esperado, si bien no previmos que el múltiplo repuntaría de nuevo a 17¹. Si descomponemos la rentabilidad de 2019 del 28% correspondiente al índice MSCI World, hasta el 26% procede del ajuste a la baja, un 1%, de beneficios y el resto, de dividendos¹. Ejemplo extremo del patrón que vemos desde 2012, en que la rentabilidad del mercado procede más de la expansión de los múltiplos que del crecimiento de los beneficios; solo 2017 ofreció una rentabilidad sólida impulsada por los beneficios.

AUTORES



WILLIAM LOCK
Head of International Equity Team



BRUNO PAULSON
Managing Director



DIRK HOFFMANN-BECKING
Executive Director

¹ Fuente: FactSet, diciembre de 2019

GRÁFICO 1

Descomposición de la rentabilidad del índice MSCI World

	EXPANSIÓN DE LOS MÚLTIPLOS	CRECIMIENTO DE LOS BPA	DIVIDENDOS	RENTABILIDAD TOTAL
2012	13%	0%	3%	16%
2013	18%	5%	3%	27%
2014	5%	-2%	2%	5%
2015	2%	-4%	2%	-1%
2016	3%	2%	2%	8%
2017	5%	15%	2%	22%
2018	-21%	13%	2%	-9%
2019	26%	-1%	2%	28%
Media	6%	4%	2%	13%

Fuente: FactSet, 31 de diciembre de 2019

“2019 es un ejemplo extremo del patrón que vemos desde 2012, en que la rentabilidad del mercado procede más de la expansión de los múltiplos que del crecimiento de los beneficios”

Este significativo ajuste a la baja conllevó un gran incremento del optimismo durante 2019. Esta evolución claramente no respondió a los beneficios reales, que decepcionaron en 2019 y están por revivir, sino a la esperanza por el futuro. La política monetaria supuso un giro claro. El ciclo de subida de los tipos de interés de la Reserva Federal, que elevó en cuatro ocasiones los tipos en 2018 cuando se hablaba de “normalización”, terminó en diciembre de ese año y, en 2019, bajaron los tipos en tres ocasiones, ante el ruido que invitaba a moderar la política monetaria, y volvió a expandirse el balance para dar la batalla a la crisis del mercado de repos. El Banco Central Europeo y el Banco Popular de China hicieron lo propio y moderaron sus condiciones monetarias en un intento por impulsar el crecimiento. También animaron los mercados la minoración de los temores a una guerra comercial entre Estados Unidos y China, con rumores de un acuerdo preliminar inminente que, al menos, supondría una tregua.

Por tanto, ¿en qué situación nos deja esta recuperación de la moral del mercado de cara a 2020? Para ser francos, nos preocupan tanto los múltiplos como los beneficios. Nuestro temor en torno a los múltiplos es natural, pues el múltiplo del índice MSCI World ha recuperado el nivel de 17 y esta vez in las ventajas de un inminente impulso de los beneficios por

rebajas de impuestos de Trump como sí sucedió a comienzos de 2018. Incluso dejando de lado el riesgo de compresión de los múltiplos, resulta difícil explicar cómo una expansión de los múltiplos puede beneficiar al mercado —¿una subida del 10% exigiría que el múltiplo del índice MSCI World estuviera próximo a 19!—.

“Ya se ha tirado con fuerza de muchas de las palancas de crecimiento de los beneficios, en especial, en Estados Unidos”

Esta circunstancia hace que los beneficios puedan ser el principal impulsor de cualquier subida significativa de los mercados y en este sentido nos mostramos escépticos con respecto al conjunto del mercado a medio plazo. Es posible que una recuperación industrial pudiera potenciar el avance en 2020, si bien persisten nuestras preocupaciones estructurales. Nuestra ansiedad se basa en que ya se ha tirado con fuerza de la mayoría de las palancas de crecimiento de los beneficios, en especial, en Estados Unidos, limitando la posibilidad de que sigan contribuyendo y empujando el riesgo a la baja. Los márgenes son elevados, pues las compañías gozan de ventaja frente a los trabajadores, por la globalización y el giro político a la derecha durante las últimas décadas, así como frente a los consumidores, por el menor peso del antimonopolio. Los beneficios también se han visto impulsados por los bajos tipos de interés y el aumento del apalancamiento, lo cual ha disminuido los pagos de intereses y ha permitido que se lleven a cabo recompras, que han impulsado los beneficios por acción. Además de todo esto, la brecha entre las cifras “ajustadas”, empleadas para expresar las posturas de consenso y retribuir a los equipos directivos, y el beneficio neto real ha aumentado, llegando a los 600.000 millones de USD en los tres últimos años solo en Estados Unidos². Todos estos factores han impulsado los beneficios durante los últimos años, pero es improbable que se repitan y puede que se conviertan en obstáculos si se invierten.

Puede que esto no importe en 2020. Es bastante posible que Estados Unidos pueda seguir moviéndose entre la recesión, representada por Escila, y la inflación, representada por Caribdis, y logre crecimiento económico y de los beneficios sin que la Reserva Federal tenga que elevar los tipos y dar por finalizada la fiesta. Dado que el múltiplo de beneficios del índice MSCI U.S. actualmente se encuentra en 18,7 y las previsiones de crecimiento de los beneficios superan el 10% para 2020 tras su ligero descenso en 2019³, parece ser que el éxito es lo que espera el mercado. Europa se muestra claramente más asequible, al menos, en términos relativos, con su múltiplo en un “mero” 14,6³, pues existe un optimismo mucho menor en torno al crecimiento. Parte de esta circunstancia se debe a la relativa carencia de compañías tecnológicas de crecimiento rápido, pero también a que el conjunto del continente se encuentra sumido en un crecimiento muy lento. En este sentido, la evolución podría

² Fuente: FactSet, Morgan Stanley Investment Management, diciembre de 2019³ Fuente: FactSet, diciembre de 2019

ser positiva si se avanza hacia la eflación fiscal en 2020. El bloque, como siempre, depende de la voluntad de Alemania, con sus exigencias de equilibrio presupuestario. Sin embargo, si se suaviza esta postura, quizá en vista de la necesidad de infraestructuras para abordar la emergencia climática como excusa para emitir bonos verdes, el crecimiento podría avanzar más rápidamente o, al menos, podría haber esperanza de un mayor crecimiento, que podría ser todo lo necesario para impulsar un repunte. Es probable que el Banco Central Europeo, con Christine Lagarde al frente, siga siendo de ayuda. Por otra parte, puede que resulte inútil esperar un cambio estructural en Japón, que, con un múltiplo de 14,3³, es ligeramente más asequible que Europa. Sin embargo, tras sufrir un descenso de los beneficios superior al 10% en 2019, con las dificultades de la producción industrial, bien podría salir beneficiado de cualquier repunte en dicho ámbito.

“Es posible que Estados Unidos pueda seguir moviéndose entre la recesión, representada por Escila, y la inflación, representada por Caribdis, y logre crecimiento económico y de los beneficios”

Además de la prima con la que cuenta Estados Unidos frente al resto del mundo desarrollado, el crecimiento se impone al valor, con un múltiplo relativo inaudito desde la burbuja tecnológica, de medios y telecomunicaciones de comienzo del milenio. Nos mostramos escépticos acerca del debate sobre el crecimiento frente al valor, ¡pues desconfiamos de ambos! Las valoraciones de las compañías de rápido crecimiento nos inquietan, por lo que hemos virado en torno a 1.000 pb de nuestras carteras globales durante los dos últimos años desde compañías de mayor crecimiento, con un crecimiento de las ventas estimado, al menos, del 6%, hacia la parte más “gris” de la cartera, con un crecimiento de las ventas de entre el 3% y el 5%⁴, donde las valoraciones son más razonables. En cuanto al valor, son las perspectivas de las compañías las que a menudo se muestran relativamente tenues, pues varios de los sectores en dificultades se enfrentan a amenazas reales: el bloqueo de activos en el caso de la energía, el auge de los vehículos

⁴ Morgan Stanley Investment Management, diciembre de 2019

DEFINICIONES

El **Banco Popular de China** es el banco central de la República Popular de China; es responsable de la política monetaria y de la regulación de las entidades financieras en China continental, según la legislación relativa al banco popular y los bancos comerciales.

INFORMACIÓN SOBRE ÍNDICES

El **índice MSCI U.S.** tiene por objeto medir la rentabilidad de los segmentos de alta y mediana capitalización del mercado estadounidense. El **índice MSCI World Growth** es un índice que mide la evolución de títulos de crecimiento de países desarrollados de todo el mundo. El índice incluye la reinversión de dividendos, netos de impuestos retenidos en el exterior. 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

GRÁFICO 2

índice MSCI World Growth frente al índice MSCI World Value



Fuente: FactSet, 31 de diciembre de 2019

eléctricos para el sector del automóvil y los bajos tipos de interés en el caso del sector financiero.

“Una de las ventajas que ofrecen las compañías de calidad es la fortaleza en épocas complicadas”

Como siempre, nos decantamos por la calidad. Buscamos compañías con activos intangibles que les permitan obtener ingresos recurrentes y fijar precios, así como mantener retornos sobre el capital operativo elevados. Una de las ventajas que ofrecen es la fortaleza en épocas complicadas: los ingresos recurrentes protegen las ventas y la capacidad para fijar precios protege los márgenes. El 2019 volvió a ser un momento en que las compañías de la cartera mostraron esta resiliencia económica, pues los beneficios siguieron aumentando de manera sostenida durante todo el año, si bien el conjunto del mercado no ofreció crecimiento alguno de los beneficios. En un momento de aumento de los múltiplos y gran incertidumbre, que podría afirmarse que no se refleja adecuadamente en los mercados, diríamos que cobra sentido decantarse por la seguridad relativa y la perdurabilidad de los compunders de alta calidad.

incluye gastos, comisiones ni gastos de suscripción. No es posible invertir directamente en un índice. El **índice MSCI World Value** representa títulos de compañías de mediana y gran capitalización que presentan características generales de valor de 23 países de mercados desarrollados.

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 vulneran 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, Junghofstrasse 13-15, 60311 Fráncfort del Meno (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 Zürich con el número CHE-115415.770. 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 este documento. **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 o distribuir este documento, salvo que dichas 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 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