

## BLOGS INVITADOS

agosto 01, 2017

Mark Mobius, Stephen Dover y Chetan Sehgal, de Templeton Emerging Markets Group, analizan algunas ideas erróneas comunes relacionadas con la inversión en pequeños valores de los mercados emergentes.

En Templeton Emerging Markets Group, creemos que los valores de pequeña capitalización (pequeños valores) de los mercados emergentes (ME) constituyen una propuesta atractiva en el actual entorno de inversión. Sin embargo, con frecuencia ciertas ideas erróneas sobre la clase de activos empañan las fortalezas clave que, en nuestra opinión, debería aprovechar un gestor activo. En este artículo, mis compañeros Stephen Dover, director de inversión de Templeton Emerging Markets Group, Chetan Sehgal, director de mercados emergentes globales/estrategias de pequeña capitalización, y yo presentamos nuestras opiniones sobre este segmento.

En general, consideramos que los valores de pequeña capitalización de los ME ofrecen perspectivas tentadoras para los gestores activos. La multitud de valores con anomalías en los precios, las ineficiencias del mercado y el escaso análisis proporcionan importantes oportunidades de inversión, según nuestro criterio.

**El actual contexto de mercado**

En lo que va de 2017, el desempeño de los pequeños valores de ME ha sido intenso y se ha producido un gran avance de muchos países y sectores de la clase de activos. Ha aumentado la confianza depositada en el contexto de mercado, en el clima económico y las ganancias empresariales en los ME. Esta confianza se ha forjado a pesar de ciertos desafíos, como los aumentos efectivos y potenciales de los tipos de interés en EE. UU. , la incertidumbre generada por la nueva Administración de este país y las cuestiones geopolíticas a escala mundial.

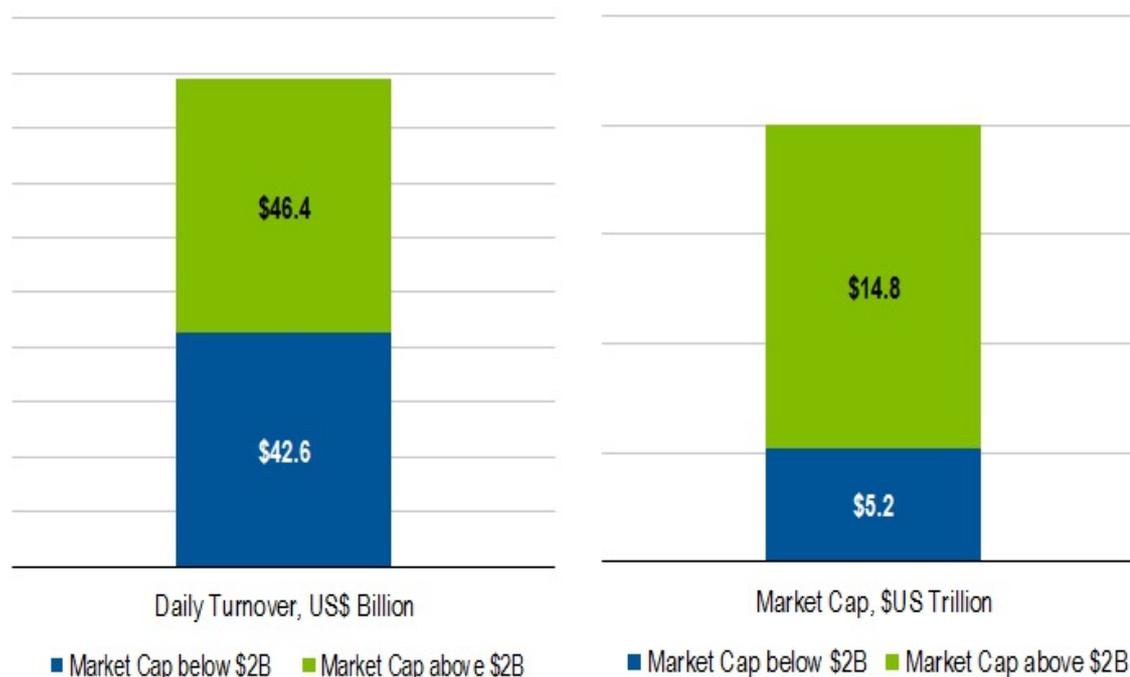
**Aclaración de algunas ideas erróneas en torno a los pequeños valores de ME**

**No se trata de una clase de activo «nicho».** A pesar de la opinión generalizada, según nuestro criterio, los pequeños valores de ME están lejos de ser una inversión nicho. Esta clase de activos representa más de 20 000 empresas con una capitalización bursátil total de más de 5 billones de USD y una negociación diaria de más de 40 000 millones de USD, como muestra el gráfico siguiente.<sup>[1]</sup> La liquidez de los mercados de pequeña capitalización de ME es similar a la de los valores de ME de gran capitalización.



## Representación desproporcionada de los pequeños valores de ME en la negociación diaria

A 30 de junio de 2017



Fuente: Bloomberg, MSCI. Únicamente a efectos ilustrativos. El universo de inversión está formado por todas las acciones cotizadas de mercados emergentes, según lo definido por MSCI. Para más información sobre los proveedores, visite [www.franklintempletondatasources.com](http://www.franklintempletondatasources.com).

Por consiguiente, creemos que el ingente tamaño del universo de inversión de pequeños valores de ME supone una ventaja fundamental para los gestores activos, pues ofrece numerosas oportunidades para detectar empresas que en nuestra opinión representan valor. Los pequeños valores de ME están de manera desproporcionada en manos de los inversores minoristas que a menudo negocian con más frecuencia que los inversores institucionales extranjeros debido a que su horizonte de inversión es en general mucho más corto, lo que aumenta la liquidez. Un buen ejemplo de ello es la India, donde los inversores pueden elegir entre un gran número de pequeñas empresas y hay un sesgo pronunciado de la propiedad de estos valores hacia los inversores locales.

Una diferencia clave entre los pequeños valores de los mercados desarrollados y los de ME es que estos últimos, en muchos mercados, todavía presentan un marcado carácter local. Una capitalización del mercado próxima a 2000 millones de USD podría representar a una empresa puntera en un país, índice o sector determinado, quizás un negocio consolidado con un largo y próspero historial. Muchas de estas empresas son de propiedad o gestión familiar y muchas tienen perfiles estables si se comparan con los pequeños valores de los mercados desarrollados.

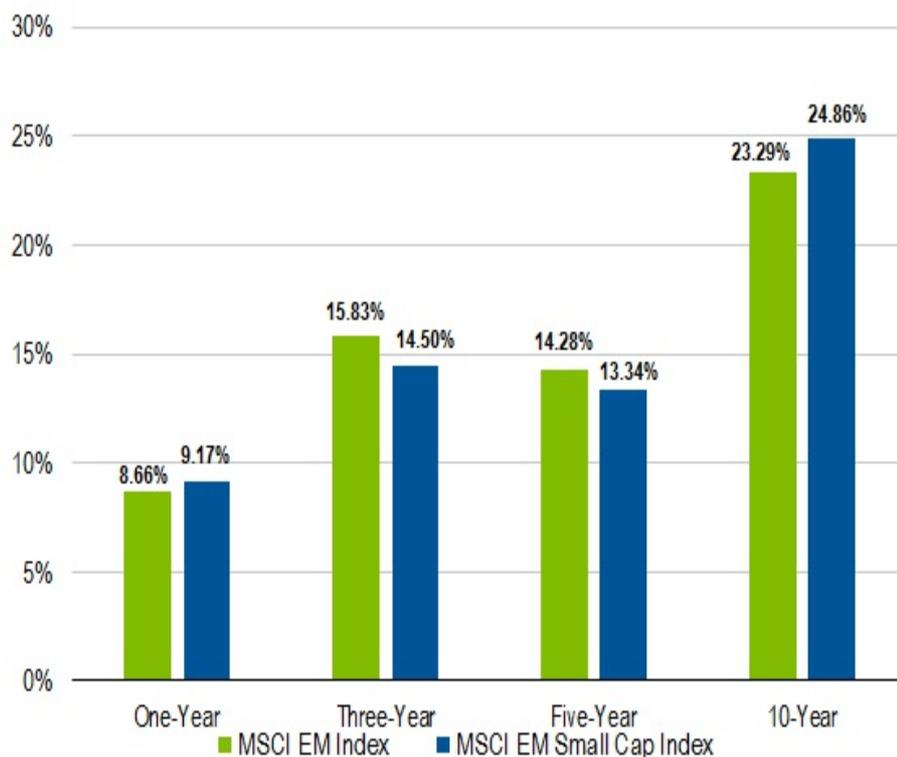
### **No es necesariamente una inversión más volátil**

Otro concepto erróneo fundamental sobre la inversión en pequeños valores de ME es que la volatilidad es más elevada que en las contrapartes de gran capitalización. Igual que en todas las inversiones, los pequeños valores de ME entrañan riesgos reales y percibidos. Entre ellos se incluye una mayor volatilidad de los precios (especialmente a corto plazo), ingresos relativamente inferiores, líneas de producción limitadas y una pequeña cuota de mercado. Sin embargo, muchos de estos riesgos son aquellos asociados con el universo de la renta variable de ME en general, como la mayor volatilidad en relación con los mercados desarrollados.

Un análisis de las desviaciones estándar demuestra que la suposición de que los pequeños valores de ME son mucho más volátiles que los de gran capitalización de ME no siempre es cierta. (Véase el gráfico que figura a continuación).

## Volatilidad de los pequeños valores frente a los grandes valores de los mercados emergentes

A 30 de junio de 2017



Fuente: Morningstar. Pequeños valores de ME representados por el MSCI Emerging Markets Small Cap Index. Mercados emergentes representados por el MSCI Emerging Markets Index. El MSCI Emerging Markets Small Cap Index recoge una muestra de valores de pequeña capitalización en 24 países de mercados emergentes, mientras que el MSCI Emerging Markets Index contiene muestras de valores de mediana y alta capitalización en 24 países de mercados emergentes. Volatilidad medida por la desviación estándar durante períodos de tiempo determinados. Los índices no están gestionados y no puede invertirse directamente en ellos. Tampoco incluyen comisiones, gastos ni costes de suscripción. Para obtener más información sobre los proveedores de datos, visite [www.franklintempletondatasources.com](http://www.franklintempletondatasources.com).

La rentabilidad pasada no garantiza rentabilidades futuras.

A pesar de que los valores individuales pueden ser muy volátiles, las correlaciones<sup>[2]</sup> entre las distintas empresas de pequeña capitalización de ME suelen ser más bajas, lo cual creemos que se debe en parte a la amplitud y a la diversidad de las compañías de este segmento de inversión. Los mismos factores que podrían repercutir en una televisión surcoreana y en las existencias de una empresa de compras online, por ejemplo, probablemente no afectarían a una empresa de cemento de la India. Esto puede contribuir a la reducción del riesgo de correlación en la clase de activos.

### Oportunidades de pequeña capitalización para inversores activos

**Ignoradas y menos analizadas.** Muchos gestores de inversión no solo ignoran los pequeños valores de ME, sino que prestan muy poca atención al análisis de la venta. Esto refleja la enorme cantidad de empresas que deben abarcar, pero también la escasez de información disponible. Como resultado, no es de extrañar que la media de las recomendaciones de análisis para pequeños valores de ME sea muy inferior a la de los grandes valores de ME.<sup>[3]</sup>

Además, la cobertura del análisis de muchos pequeños valores es escasa o inexistente. Para una gran cantidad de pequeños valores de ME fuera del índice de referencia MSCI, la disponibilidad de análisis aún es más limitada. Esto puede representar una ventaja fundamental para un gestor activo que pueda analizar directamente dichas empresas, especialmente si tienen personal sobre el terreno en la región para evaluarlas de primera mano. La probabilidad de que un valor fuera del índice y relativamente desconocido de un pequeño valor de ME presente un precio anómalo es mucho mayor que para una gran empresa con numerosas recomendaciones de analistas.

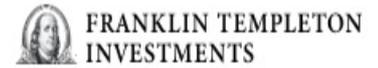
### **Recuperación del acceso a la exposición *local* para complementar las carteras existentes de ME**

Si reflexionamos sobre el éxito general a largo plazo de los ME como economías globales y como clase de activo de renta variable, nos daremos cuenta de que la mayoría de estos países se han ido integrando cada vez más en la economía mundial. En consecuencia, sus empresas más grandes y prósperas se han expandido a menudo fuera de sus mercados nacionales para exportar e invertir a escala mundial. Por consiguiente, las cotizaciones bursátiles de muchos de estos valores ya no resultan impulsadas principalmente por factores internos. Algunas de estas empresas son, por ejemplo, de electrónica, de la industria del automóvil o relacionadas con el consumo, que derivan una proporción sustancial de sus ingresos de las economías desarrolladas y no de aquellas en las que tienen su base.

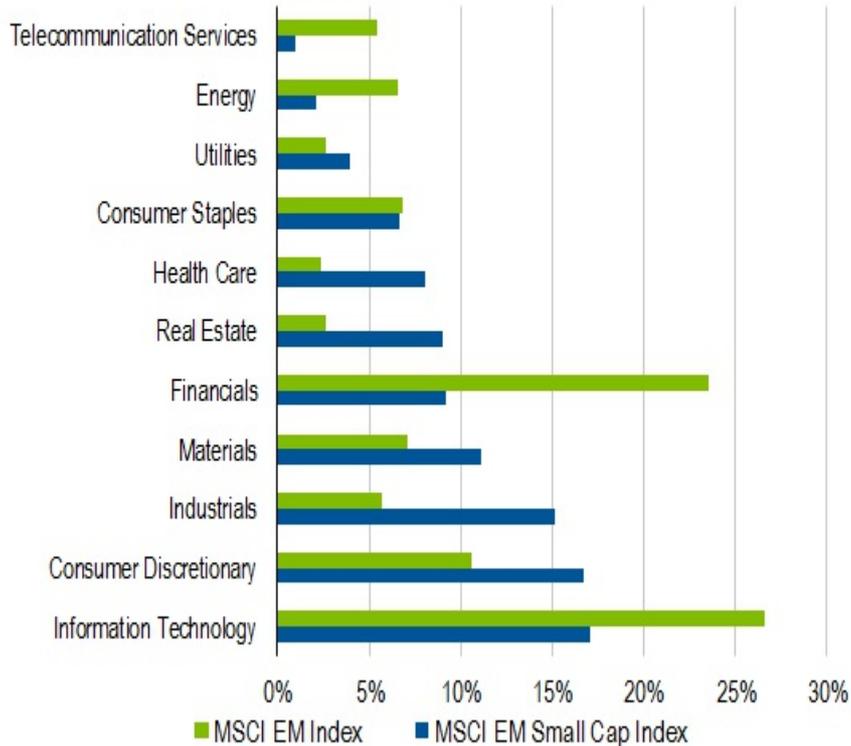
Por el contrario, los pequeños valores de ME suelen ofrecer las mismas exposiciones que atrajeron inicialmente a muchos inversores a los mercados emergentes en general, donde la demanda interna, unas variables demográficas favorables, las iniciativas de reformas locales y unos productos nicho innovadores son a menudo los principales determinantes del crecimiento.

En consecuencia, los sectores a los que están expuestos los inversores de pequeños valores de ME son bastante distintos de los valores de gran capitalización. El índice MSCI Emerging Markets está dominado de manera desproporcionada por exposiciones a los sectores financiero y de tecnologías de la información, como se muestra en la tabla siguiente. Estos sectores suelen resultar más afectados por las tendencias macroeconómicas mundiales o de países.

## Comparación de los índices de pequeños y grandes valores de ME



A 30 de junio de 2017



Fuente: FactSet. Únicamente a efectos ilustrativos. El MSCI Emerging Markets Small Cap Index recoge una muestra de valores de pequeña capitalización en 24 países de mercados emergentes, mientras que el MSCI Emerging Markets Index contiene muestras de valores de mediana y alta capitalización en 24 países de mercados emergentes. Los índices no están gestionados y no puede invertirse directamente en ellos. Tampoco incluyen comisiones, gastos ni costes de suscripción. Para obtener más información sobre los proveedores de datos, visite [www.franklintempletondatasources.com](http://www.franklintempletondatasources.com).

Además, entre los grandes valores hay una mayor preponderancia de empresas de propiedad estatal, y si bien encontramos que muchas de estas empresas están bien gestionadas, los intereses de los propietarios finales no siempre coinciden plenamente con los de los inversores minoritarios.

Sin embargo, normalmente las exposiciones de pequeños valores de ME se concentran en sectores de mayor crecimiento, como el de consumo discrecional y el de salud. Estas empresas suelen tener una mayor orientación local y muchas tienen una posición relativamente dominante en sectores más pequeños. Los pequeños valores de ME más prósperos sacarán partido de estas ventajas locales para expandirse a escala internacional, respaldando su transición hacia una empresa de medio o incluso gran tamaño a largo plazo.

Incluso dentro de un sector determinado, las exposiciones económicas pueden diferir sustancialmente. Por ejemplo, en el sector de materiales, las empresas de minería suelen ser intrínsecamente valores de gran capitalización, y resultan considerablemente afectadas por factores externos a su país de origen, como los precios mundiales de las materias primas. Las empresas de materiales de pequeña capitalización de ME incluyen compañías como los productores de cemento, que están más expuestas al desarrollo económico y a la dinámica de la demanda locales. Por lo tanto, la diversificación de pequeños valores de ME puede ofrecer la exposición que podría complementar una asignación existente de los EM orientada a los grandes valores.

### **Identificación de crecimiento en un entorno que crece a un ritmo bajo**

Los mercados emergentes representan unas perspectivas posiblemente prometedoras en un panorama económico mundial a veces incierto. Aunque las tasas de crecimiento mundiales han sido decepcionantes de manera continuada desde la crisis financiera de 2008, en abril de 2017 el Fondo Monetario Internacional (FMI) predijo una ampliación del crecimiento del producto interior bruto (PIB), con respecto al nivel de 2016, hasta alcanzar un 3,5% en 2017.<sup>[4]</sup> Para las economías desarrolladas, las expectativas de crecimiento del PIB del FMI para 2017 son del 2%.<sup>[5]</sup> Sin embargo, como ha pasado de manera constante, la tasa de crecimiento esperada para los ME junto con otros mercados desarrollados, que se sitúa en el 4,5%, supera firmemente la tasa mundial.<sup>[6]</sup>

En un entorno de bajo crecimiento, invertir en valores pequeños de ME puede ofrecer exposición a muchas de las empresas de mayor crecimiento en los países más dinámicos del mundo.

El crecimiento de las ventas de los pequeños valores de ME también ha sido superior al de las contrapartes de gran capitalización.<sup>[7]</sup> También resulta oportuno repetir que este crecimiento de la facturación suele ser orgánico y derivado de la dinámica de los mercados locales, y no impulsado por factores macroeconómicos mundiales.

Además del crecimiento orgánico, los pequeños valores de ME también pueden ver su cotización bursátil revalorizarse gracias a su inclusión en un índice (lo que atraerá flujos de inversores pasivos, y la mayor atención de análisis de venta también podrá atraer flujos de fondos activos), así como constituir posibles objetivos de fusiones y adquisiciones. Estos son motores de crecimiento independientes en gran medida de las consideraciones macroeconómicas.

### **Detectar la prosperidad**

Tal vez lo más importante sea reconocer que hay muchas empresas de pequeña capitalización de ME que seguirán siendo pequeñas, tanto por motivos de gobierno corporativo como de mala calidad de la dirección, falta de crecimiento del mercado u otros factores. El papel de un gestor activo consiste en intentar determinar cuáles de estas empresas serán prósperas a largo plazo, a fin de reducir el riesgo de pérdidas y aumentar la rentabilidad ajustada al riesgo. No obstante, con esta enorme cantidad de empresas poco analizadas y en las que se invierte poco, creemos que una orientación hacia los fundamentos «bottom-up» puede dar lugar a la construcción de carteras con una métrica de calidad muy atractiva y valoraciones más bajas que el índice de pequeños valores de ME.

### **Nuestro objetivo activo**

En Templeton Emerging Markets Group, creemos que el espacio de pequeña capitalización de ME es un terreno fértil para los gestores activos, que pueden concentrarse en la gestión del riesgo y en los motores del crecimiento a largo plazo para la clase de activos. Un equipo de más de 50 analistas sobre el terreno dirige nuestro análisis de pequeña capitalización de ME desde 20 oficinas de todo el mundo, lo cual nos permite celebrar reuniones periódicas cara a cara con las empresas en las que invertimos y las posibles inversores para, así, entender de primera mano la dinámica de los mercados locales en los que operamos.

Nuestras iniciativas de investigación, centradas en el gobierno corporativo y la gestión de los riesgos, respaldan nuestro objetivo de proporcionar las razones fundamentales para invertir en pequeños valores de ME: buscar empresas que consideramos mejor posicionadas para aprovechar los factores demográficos y el aumento de riqueza de los consumidores de ME, con modelos de negocio sostenibles y justificables.

Mediante nuestro enfoque «bottom-up», queremos invertir en empresas con buenos equipos de gestión que consideremos que pueden tomar las decisiones estratégicas correctas. El precio también desempeña un papel crucial en nuestro enfoque, pues nuestra filosofía de inversión en ME, que hemos ido perfeccionando a lo largo de varias décadas, se basa en la orientación al valor.

*Los comentarios, las opiniones y los análisis de Mark Mobius tienen carácter meramente informativo, por lo que no deben interpretarse como un asesoramiento de inversión individual ni como una recomendación para invertir en un valor o adoptar cualquier estrategia de inversión. Debido a la celeridad con que pueden cambiar las condiciones económicas y de mercado, los comentarios, las opiniones y los análisis recogidos aquí son válidos solo en la fecha de su publicación y pueden variar sin previo aviso. Este artículo no pretende ser un análisis completo de todos los hechos relevantes relacionados con un país, una región, un mercado, un sector, una inversión o una estrategia determinados.*

## **Información legal importante**

Todas las inversiones conllevan riesgos, incluida la posible pérdida de capital. La inversión en títulos extranjeros conlleva riesgos especiales, entre ellos el riesgo de fluctuaciones cambiarias, de inestabilidad económica y de acontecimientos políticos adversos. Las inversiones en mercados emergentes, de los cuales los mercados fronterizos constituyen un subgrupo, implican riesgos más altos relacionados con los mismos factores, aparte de los asociados a su tamaño relativamente más pequeño, su menor liquidez y la falta de estructuras jurídicas, políticas, empresariales y sociales consolidadas para respaldar los mercados de valores. Como estas estructuras suelen estar aún menos desarrolladas en los mercados fronterizos, lo cual se suma a otros factores, entre ellos la mayor posibilidad de sufrir una volatilidad de precios extrema, la falta de liquidez, las barreras al comercio y los controles de cambio, los riesgos asociados a los mercados emergentes se ven acentuados en los mercados fronterizos. Los precios de las acciones experimentan fluctuaciones, a veces rápidas y drásticas, debido a factores que afectan a empresas concretas, industrias o sectores específicos, o a las condiciones generales de mercado. Los valores de empresas más pequeñas han tenido históricamente una mayor volatilidad de precios que los de grandes empresas, especialmente a corto plazo.

[1] Fuente: Bloomberg, a 6/30/17.

[2] La correlación mide el grado en el que dos inversiones se mueven en tándem. La correlación irá de 1 (correlación positiva perfecta, donde dos elementos han avanzado históricamente en la misma dirección) y -1 (correlación negativa perfecta, en la cual dos elementos han avanzado históricamente en direcciones opuestas).

[3] Fuente: Bloomberg, a 30 de junio de 2017. Pequeños valores de ME representados por el MSCI EM Small Cap Index. Mercados emergentes representados por el MSCI Emerging Markets Index. Los índices no están gestionados y no puede invertirse directamente en ellos. Tampoco incluyen comisiones, gastos ni costes de suscripción.

[4] Fuente: Base de datos del World Economic Outlook, FMI, abril 2017. No hay garantía de que las proyecciones, previsiones o estimaciones vayan a cumplirse.

[5] Ibid.

[6] Ibid.

[7] Fuente: FactSet. Pequeños valores de ME representados por el MSCI EM Small Cap Index. Mercados emergentes representados por el MSCI Emerging Markets Index. Los índices no están administrados y no puede invertirse directamente en ellos. Tampoco incluyen comisiones, gastos ni costes de suscripción.