



Pequeños valores de mercados emergentes: Una clara oportunidad de crecimiento

September 9, 2016



Mark Mobius
Executive Chairman
Templeton Emerging Markets Group

Los mercados emergentes siguen a la vanguardia de las economías más dinámicas y de mayor crecimiento del mundo, con unas tasas globales de aumento del producto interior bruto (PIB) holgadamente superiores a las del mundo desarrollado este año, pese a las tan proclamadas desaceleraciones en algunos países. El equipo de Templeton Emerging Markets considera que los problemas a los que se enfrentan algunos países, sectores y empresas —como las compañías energéticas y los bancos chinos— han eclipsado algunas oportunidades interesantes en el segmento de mercados emergentes (ME). En este artículo, mi compañero Chetan Sehgal, vicepresidente ejecutivo, director general de India, Director de Inversión y director de mercados emergentes globales/estrategias de pequeña capitalización del Templeton Emerging Markets Group, y yo presentamos las opiniones del equipo sobre las claras oportunidades que observamos en los valores de pequeña capitalización (pequeños valores) de ME.

Creemos que dichos valores dentro de los ME ofrecen un continuo potencial de fuerte crecimiento y unas valoraciones atractivas. También consideramos que la mayoría de inversores a menudo ignora esta clase de activos, en parte debido a las ideas erróneas sobre la volatilidad, la liquidez y la magnitud de su universo de inversión. Los pequeños valores de ME presentan varias características positivas importantes, tanto estructurales como tácticas, que creemos que en conjunto avalan plantearse incluir esta clase de activo en una exposición determinada a los ME.

Desde un punto de vista estructural, las empresas más pequeñas de ME ofrecen a los inversores una exposición a miles de empresas que se considera que presentan una abundante liquidez. Normalmente, las empresas más pequeñas son menos analizadas y los inversores extranjeros invierten menos en ellas, lo que crea ineficiencias en el mercado que potencialmente pueden explotarse. Además, los tipos de exposiciones que representa el segmento de pequeños valores de ME complementa al de los valores de ME de gran capitalización, especialmente en áreas como los sectores de salud y de consumo, impulsadas por las variables demográficas y una creciente clase media. Por lo tanto, creemos que los pequeños valores de ME pueden generar en conjunto un fuerte potencial de crecimiento.

En términos tácticos, consideramos que la reciente corriente de ventas en los ME ha presentado una oportunidad de valoración especialmente atractiva. Asimismo, las empresas más pequeñas de ME en general están más expuestas a los mercados locales y en consecuencia, tienen históricamente una menor correlación (la medida en que se mueven en paralelo) con sus homólogos de gran capitalización. Al igual que todas las inversiones en renta variable de ME (e inversiones en renta variable en general), invertir en empresas más pequeñas comporta ciertos riesgos inherentes y percibidos, entre ellos la pérdida del capital; los valores de empresas más pequeñas han tenido históricamente una mayor volatilidad de precios que los de grandes empresas, especialmente a corto plazo. No obstante, los pequeños valores de ME atraen cada vez más el interés de los inversores institucionales, y creemos que ofrecen un perfil atractivo de riesgo/rendimiento en la actual coyuntura económica mundial.

Un vasto universo de inversión con una liquidez sustancial

Los pequeños valores de ME están lejos de ser una inversión nicho, pese a la opinión generalizada. Esta clase de activos representa más de 23.000 empresas con una capitalización bursátil total de unos 5 billones de USD^[1] y una negociación diaria de unos 60.000 millones de USD, lo que representa unas proporciones sustanciales de la liquidez global y capitalización bursátil de los mercados emergentes, como muestra el gráfico siguiente. Por consiguiente, el ingente tamaño del universo de inversión de pequeños valores de ME ofrece numerosas oportunidades para detectar empresas con anomalías en los precios. Otro aspecto de esta clase de activo (también señalado en el gráfico) es que la liquidez global puede compararse en líneas generales con la de los valores de gran capitalización; de nuevo, a diferencia de lo que se suele pensar. De hecho, los pequeños valores de ME suelen estar de manera desproporcionada en manos de inversores minoristas nacionales, 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 en consecuencia.

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



A 31 de marzo de 2016



Fuentes: Bloomberg, MSCI. El universo de inversión consiste en todas las acciones cotizadas de mercados emergentes del índice MSCI Emerging Markets y el índice MSCI Frontier Markets. Los índices no están gestionados y no puede invertirse directamente en ellos. Tampoco incluyen las comisiones, gastos o costes de suscripción. Para más información sobre los proveedores de datos, visite www.franklintempletondatasources.com.

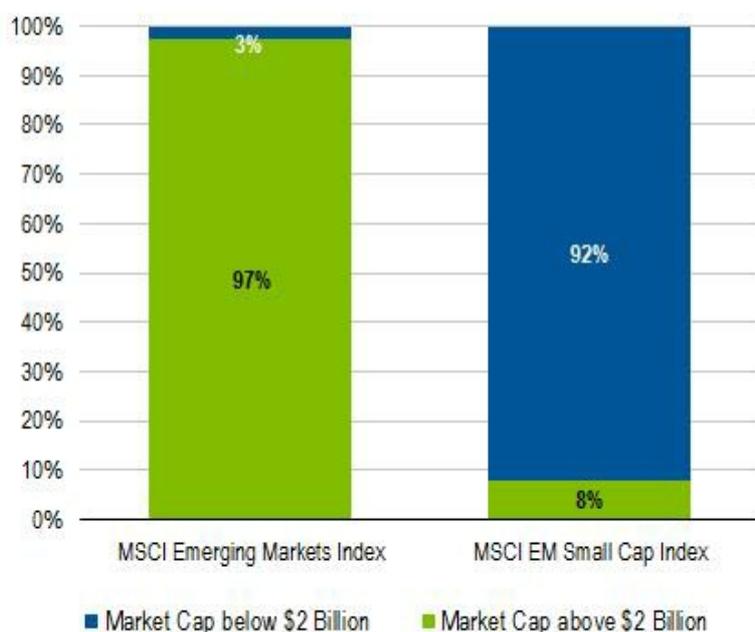
Ignoradas y menos analizadas

En el siguiente gráfico examinamos el nivel de exposición a pequeños valores de ME dentro del MSCI Emerging Markets, un índice de referencia ampliamente utilizado para representar la clase de activos de acciones de ME. Aquí vemos que la exposición a pequeños valores de ME solo representa un 3% de dicho índice, comparado con el 28% de la capitalización bursátil de todo el universo de inversión de ME.^[2] Esta diferencia representa una infrponderación estructural en las carteras de los inversores que siguen una estrategia basada en un índice.

Representación de los pequeños valores de ME en los índices de ME



A 31 de marzo de 2016



Fuente: FactSet. El índice MSCI Emerging Markets recoge una muestra de valores de mediana y alta capitalización en 23 países de mercados emergentes. El índice MSCI Emerging Markets Small Cap incluye una representación de valores de pequeña capitalización en 23 países de mercados emergentes. Los índices no están gestionados y no puede invertirse directamente en ellos. Estos índices no reflejan las comisiones, costes o gastos de suscripción aplicados. Para más información sobre los proveedores de datos, visite www.franklintempletondatasources.com.

Las empresas más pequeñas de ME no solo son ignoradas por muchos inversores, sino que también son considerablemente menos analizadas. Ello refleja no solo la enorme cantidad de empresas a cubrir, sino también la escasez de información disponible y una base limitada de inversores a quien distribuir dichos análisis. Como resultado, no es de extrañar que el número mediano de recomendaciones de análisis para pequeños valores de ME sea muy inferior al de los grandes valores de ME. También es importante observar el número muy superior de acciones que no cuentan con ninguna, o prácticamente ninguna, cobertura de analistas. Para una gran cantidad de pequeños valores de ME fuera del índice de referencia, la disponibilidad de análisis aún es más limitada. La probabilidad de que un valor fuera del índice y relativamente desconocido de una pequeña empresa de ME presente un precio anómalo es mucho mayor que para una gran empresa con numerosas recomendaciones de analistas.

Menor cobertura de análisis de los pequeños valores de ME en relación con el universo más amplio de mercados emergentes



A 31 de marzo de 2016

Median Analyst Recommendations



Number of Stocks with Negligible Research Coverage



Únicamente a efectos ilustrativos.

Fuente: FactSet. El índice MSCI Emerging Markets recoge una muestra de valores de mediana y alta capitalización en 23 países de mercados emergentes. El índice MSCI Emerging Markets Small Cap incluye una representación de valores de pequeña capitalización en 23 países de mercados emergentes. Los índices no están gestionados y no puede invertirse directamente en ellos. Estos índices no reflejan las comisiones, costes o gastos de suscripción aplicados. Para más información sobre los proveedores de datos, visite www.franklintempletondatasources.com.

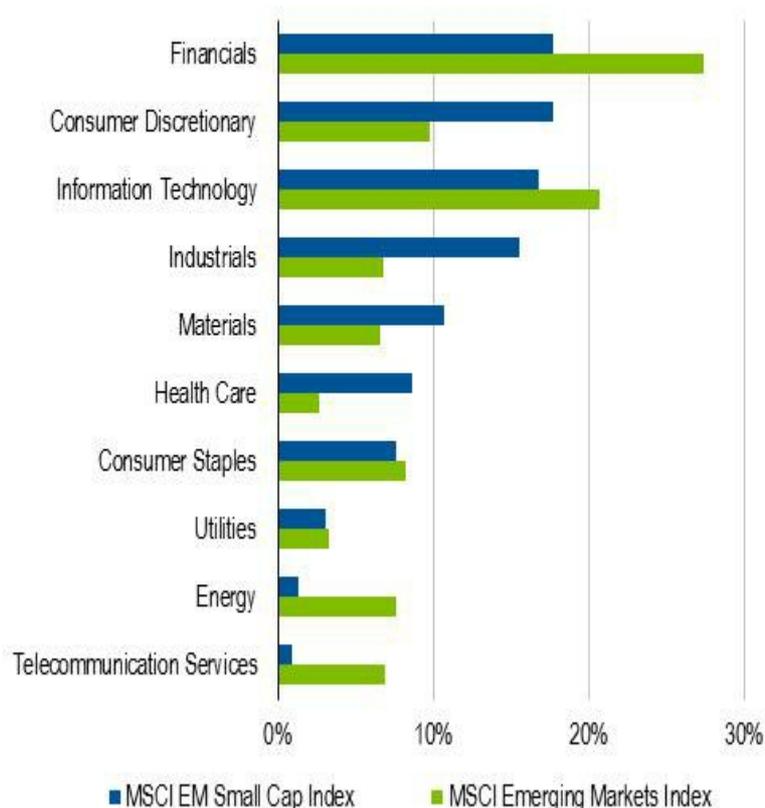
Exposición a los mercados emergentes locales

Si reflexionamos sobre el éxito general a largo plazo de los ME como economías globales y como clase de activo de renta variable, 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. Algunos 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 más que de aquellas donde se encuentran situadas. En cambio, las empresas más pequeñas de ME ofrecen las verdaderas exposiciones que atrajeron inicialmente a los inversores a los mercados emergentes, 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 de los mayores valores, como se observa en el gráfico siguiente.

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



A 31 de marzo de 2016



Fuente: FactSet. El índice MSCI Emerging Markets recoge una muestra de valores de mediana y alta capitalización en 23 países de mercados emergentes. El índice MSCI Emerging Markets Small Cap incluye una representación de valores de pequeña capitalización en 23 países de mercados emergentes. Los índices no están gestionados y no puede invertirse directamente en ellos. Estos índices no reflejan las comisiones, costes o gastos de suscripción aplicados. Para más información sobre los proveedores de datos, visite www.franklintempletondatasources.com.

El índice MSCI Emerging Markets está dominado de manera desproporcionada por exposiciones a los sectores financiero, de energía, de tecnologías de la información y de telecomunicaciones/suministros. Estos sectores suelen resultar más afectados por las tendencias macroeconómicas mundiales o de países, sea la deuda asociada con el mercado inmobiliario de una economía, el precio mundial del petróleo o las políticas públicas.

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.

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. Las pequeñas empresas de ME más prósperas 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 impactadas por factores externos a su país de origen, como los precios mundiales de las materias primas. Las empresas de materiales más pequeñas de ME incluyen probablemente compañías, como productores de cemento, que están más expuestas al desarrollo económico y la dinámica de la demanda locales.

Ineficiencias del mercado

Las exposiciones predominantemente a las economías nacionales de las empresas más pequeñas de ME, junto con el hecho de que estos valores en general son menos analizados, significa no solo que a veces se encuentran anomalías de precios en empresas individuales, sino también ineficiencias a nivel de mercados más amplios. La India es una economía notable que presenta estas tendencias, debido a que este mercado cuenta con un enorme número de pequeñas empresas en las que invertir y un sesgo particularmente pronunciado de la propiedad de estos valores hacia los inversores locales. La India es un ejemplo de cómo la dinámica específica a un país y otros factores han conllevado unos rendimientos no correlacionados para los inversores.

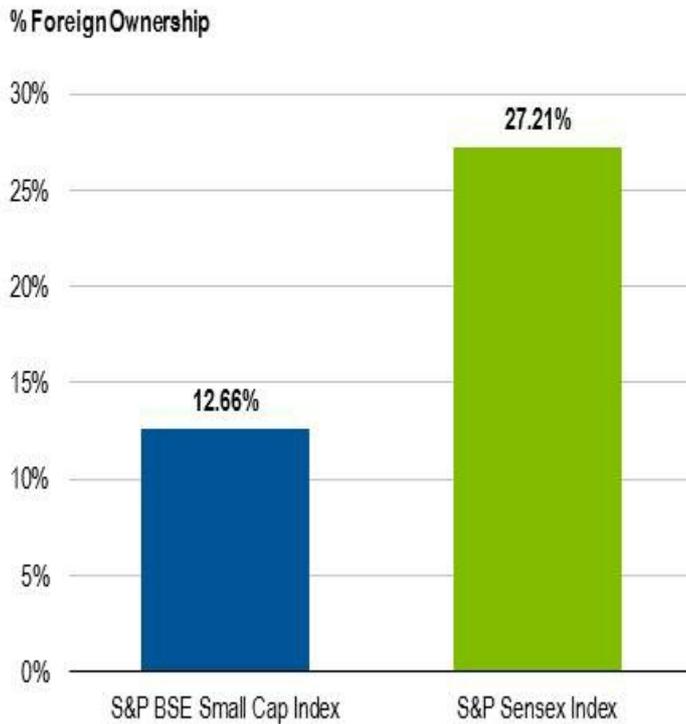
Tras la crisis financiera mundial de 2008-2009 y hasta finales del año 2014, los flujos hacia la renta variable india fueron principalmente de inversores extranjeros, mientras que los nacionales efectuaron una reasignación hacia activos reales como inmuebles y oro. Todo flujo de fondos extranjeros realizado a través de inversiones basadas en índices se concentrará, por definición, en los valores de gran capitalización del índice, lo que contribuye a una tenencia extranjera desproporcionada de empresas de gran capitalización. Ello resulta aún más acentuado por el análisis limitado del que se dispone para valores fuera del índice o de pequeña capitalización, lo que implica que muchos inversores se centran de manera similar en los grandes valores y del índice.

El gráfico siguiente ilustra que las inversiones en manos de inversores extranjeros representan en torno al 27% del valor del índice S&P BSE Sensex, que representa al mercado de renta variable indio global, pero solo un 13% del índice S&P BSE Small Cap.^[3] En consecuencia, los pequeños valores indios no solo están en general más expuestos a la economía nacional debido a sus operaciones comerciales, sino también debido al comportamiento de los inversores locales.

Renta Variable India: tenencia extranjera



A 7 de junio de 2016



Fuente: Bloomberg. El índice S&P BSE Sensex está diseñado para medir la rentabilidad de las 30 empresas más grandes y de mayor liquidez y solidez financiera de distintos sectores clave de la economía india. El índice S&P BSE Small Cap está diseñado para representar el segmento de pequeña capitalización del mercado bursátil indio. Los índices no están gestionados y no puede invertirse directamente en ellos. Estos índices no reflejan las comisiones, costes o gastos de suscripción aplicados. Para más información sobre los proveedores de datos, visite www.franklintempletondatasources.com.

Por consiguiente, entre 2009 y 2013 la desconfianza local hacia la renta variable contribuyó a un descuento de valoración notable de los pequeños valores indios en relación con los de mayor capitalización, mientras que en muchos países las empresas más pequeñas se cotizaban con prima gracias a sus características de crecimiento superior. No obstante, en 2014 el sentimiento cambió cuando quedó claro que el partido Bharatiya Janata (BJP) de Narendra Modi, reformista y favorable a los negocios, ganaría las elecciones nacionales, lo que impulsó considerablemente las entradas de fondos nacionales. Esto, a su vez, comportó una rápida revalorización de los pequeños valores indios, tanto en relación con los de gran capitalización como en términos absolutos.

Potencial de crecimiento

En nuestra opinión, los mercados emergentes presentan unas perspectivas potencialmente prometedoras en un panorama económico mundial a veces incierto. Las tasas de crecimiento mundial en general han sido sistemáticamente decepcionantes desde la crisis financiera mundial de 2008-2009, y el Fondo Monetario Internacional (FMI) ha rebajado las estimaciones cada año; esto ha continuado recientemente, en abril de 2016, cuando el FMI redujo su estimación del crecimiento del PIB mundial para 2016 al 3,2%.^[4] **En los seis años anteriores a 2008, los mercados emergentes contribuían hasta un 70% al aumento del crecimiento económico mundial**^[5] y, pese a cierta moderación desde entonces, las tasas globales de crecimiento del PIB siguen siendo considerablemente mayores que las de los mercados desarrollados. En este entorno de bajo crecimiento, invertir en empresas más pequeñas de ME puede ofrecer exposición a muchas de las empresas de mayor crecimiento en los países más dinámicos del mundo. También vale la pena repetir que este crecimiento suele ser orgánico y derivado de la dinámica de los mercados locales, y no impulsado por factores macroeconómicos mundiales o por la ingeniería financiera en forma de recompras de acciones, como se utiliza enérgicamente en los Estados Unidos en particular y en los mercados desarrollados en general. Además del crecimiento orgánico, las empresas más pequeñas 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), además de ser posibles objetivos de fusiones y adquisiciones. Estos son motores de crecimiento independientes en gran medida de las consideraciones macroeconómicas.

Tras abordar algunas concepciones erróneas y algunos aspectos positivos de contemplar las empresas más pequeñas para una cartera, también es importante considerar los retos. Tal vez lo más importante de reconocer es que hay muchas pequeñas empresas 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. Los inversores deben tratar de determinar cuáles de estas empresas prosperarán a largo plazo. No obstante, con esta enorme cantidad de empresas poco analizadas y en las que se invierte poco, creemos que los argumentos para obtener una exposición a pequeñas empresas de ME son convincentes, dada una orientación a los fundamentos «bottom-up».

Los comentarios, las opiniones y los análisis presentados aquí 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 sólo en la fecha de su publicación y pueden variar sin previo aviso. Este artículo no pretende ser un análisis completo de cada hecho relevante en relación con cualquier país, región, mercado, sector, inversión o estrategia.

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, entrañan riesgos más altos relacionados con los mismos factores, aparte de los asociados a su tamaño relativamente pequeño, su menor liquidez y la falta de estructuras jurídicas, políticas, empresariales y sociales consolidadas para respaldar los mercados financieros. Debido a que estas estructuras suelen estar incluso menos desarrolladas en mercados fronterizos, así como a otros factores, entre ellos el mayor potencial de sufrir una volatilidad de precios extrema, la falta de liquidez, barreras al comercio y controles de cambio, los riesgos asociados a mercados emergentes se ven acentuados en 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 condiciones de mercado generales. 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 12/31/15. Para más información sobre los proveedores de datos, visite www.franklintempletondatasources.com.

[2] Fuente: FactSet. El índice MSCI Emerging Markets recoge una muestra de valores de mediana y alta capitalización en 23 países de mercados emergentes. El índice MSCI Emerging Markets Small Cap incluye una representación de valores de pequeña capitalización en 23 países de mercados emergentes. Los índices no están gestionados y no puede invertirse directamente en ellos. Estos índices no reflejan las comisiones, costes o gastos de suscripción aplicados. Para más información sobre los proveedores de datos, visite www.franklintempletondatasources.com.

[3] Fuente: Bloomberg. El índice S&P BSE Sensex está diseñado para medir la rentabilidad de las 30 empresas más grandes y de mayor liquidez y solidez financiera de distintos sectores clave de la economía india. El índice S&P BSE Small Cap está diseñado para representar el segmento de pequeña capitalización del mercado bursátil indio. Los índices no están gestionados y no puede invertirse directamente en ellos. Estos índices no reflejan las comisiones, costes o gastos de suscripción aplicados. Para más información sobre los proveedores de datos, visite www.franklintempletondatasources.com.

[4] Fuente: Fondo Monetario Internacional, World Economic Outlook, abril 2016.

[5] Fuente: Banco Mundial, Indicadores del Desarrollo Mundial, a 5/2/16