
Preguntas y respuestas: mercados emergentes y el coronavirus

Renta variable de los mercados emergentes mundiales | 31 de marzo de 2020



Dara White
Global Head of Emerging Market Equities

¿Qué opinión le merece la situación actual al equipo de Mercados emergentes (ME, «Emerging Markets»)?

Estamos observando un nivel de volatilidad en los mercados internacionales que no se veía desde 2008, lo que genera un ambiente de reembolsos a nivel mundial. Los mercados emergentes no son una excepción. No es de extrañar que los cambios de precios no sean necesariamente una justificación o un reflejo de los fundamentales a largo plazo de una empresa.

En épocas como la actual, es imperativo hacer gala de nuestra capacidad de negociación, confiar en nuestros procesos y concentrarnos en los objetivos de precios. Si los resultados de un día dado no son lo suficientemente buenos, no tiene que deberse a que poseemos malas compañías; y aunque existan tensiones en los mercados de crédito, las empresas que nos interesan no están quebrando. A veces, se vende lo que se posee solo porque se necesita en ese momento.

Como inversores a largo plazo, aprovechamos esta oportunidad para comprar las empresas que queremos mantener durante uno, dos o más años a valoraciones atractivas y mejorar la calidad de la cartera. Tratamos de evitar que las emociones que sentimos cuando visitamos las empresas nos influyan cuando estamos frente a la pantalla. Las decisiones se deben tomar sobre la base de los valores.

¿A qué se dedica el equipo de ME respecto a las carteras?

Los precios varían mucho. La cartera puede subir 100 puntos básicos (con relación al índice MSCI Emerging Markets) un día y bajar 100 al siguiente, lo que suele depender de los resultados en las distintas zonas horarias y de dónde se encuentren nuestras

sobreponderaciones. Por lo tanto, nos centramos en las empresas que queremos poseer a largo plazo. Si se retrocediera entre 6 y 12 meses, puede que le sorprendan los niveles de precios a los que se podían comprar empresas interesantes.

Podemos cometer errores al vender valores individuales conforme cambiamos a otros, pero la idea es ser tácticos y mejorar la calidad de la cartera a medida que se presentan las oportunidades. Reconocemos el cambio en las perspectivas de algunas de nuestras empresas y los mercados, pero el miedo que atenaza al mercado no debe abrumarnos.

Debemos centrarnos en el nivel empresarial y buscar componentes seculares a largo plazo, aquellos en un estado lo suficientemente bueno como para salir a flote con una buena posición. Nos hacemos las siguientes preguntas: ¿cómo podría afectarle la situación actual a la empresa?, ¿cómo es su balance?, ¿qué solidez tiene el flujo de efectivo disponible de la empresa?, ¿cómo influye en su ventaja competitiva?, ¿qué impresión nos dio la última vez que visitamos la empresa?, ¿qué múltiplos estaríamos dispuestos a pagar ahora por esa empresa? Debemos confiar en el proceso y tener el valor de centrarnos en poseer empresas con el potencial de obtener resultados excelentes durante unos años o más.

Aunque las repercusiones del coronavirus acaparen los titulares estos días, la volatilidad en los mercados emergentes tampoco es una completa desconocida. Con la entrada de año, los mercados repuntaron a niveles positivos tras el acuerdo comercial de «primera fase» entre EE. UU. y China. En ese momento, nuestro proceso nos proporcionó beneficios y nos llevó a infraponderar en China conforme se agravaba el brote del virus. El mismo proceso agudizó nuestro enfoque en 2018, cuando los mercados experimentaron una rotación hacia el valor, dadas las preocupaciones en torno al aumento de las tensiones entre EE. UU. y China. En ese momento, mejoramos la cartera con un posicionamiento que favoreció los excelentes resultados de 2019.

¿Cuáles son sus principales asignaciones de sector y región?

A nivel de sectores, las mayores sobreponderaciones corresponden a servicios de consumo discrecional, tecnología de la información, asistencia sanitaria y comunicaciones. Nuestras mayores infraponderaciones se centran en materiales, bienes de consumo básicos, servicios financieros y energía. En cuanto a la asignación por países, las mayores sobreponderaciones se centran en Brasil, Indonesia y la India; la ponderación de la cartera en China/Hong Kong es más o menos neutral en relación con el índice MSCI Emerging Markets; y nuestras mayores infraponderaciones se centran en Taiwán, Arabia Saudí y Malasia.

¿Qué se puede decir de la liquidez de las últimas semanas?

La liquidez ha sido totalmente protagonista. Hemos sido testigos de que los valores, tanto los de la cartera como los externos, han bajado ante la más mínima noticia y el más mínimo cambio de los fundamentales a largo plazo, lo que ha puesto de manifiesto que los vendedores se están viendo obligados a abandonar posiciones. Hemos tratado de aprovechar estas turbulencias y hemos tenido la suerte de observar flujos de clientes escasos (algunas cuentas han registrado pequeñas salidas y, otras, pequeñas entradas de capital), por lo que no hemos tenido que participar en ninguna venta forzada.

¿Qué opina el equipo de ME sobre el coronavirus?

Lo primero y más importante, es que nos estremecen la pérdida de vidas y el sufrimiento humano. Dado que el virus se ha propagado, y puesto que los gobiernos de todo el mundo están endureciendo las medidas de contención, es difícil prever el impacto económico con precisión, pero está claro que nos encaminamos a una aguda (y esperemos que corta) recesión. Esta situación es muy diferente a la que parecía que íbamos a vivir según los testimonios de principios de año de las empresas que componen nuestra cartera, pues muchas hablaban de un crecimiento económico más fuerte y de la mejora de la economía mundial.

Sin embargo, hay algunas noticias alentadoras. Por ejemplo, China y Corea, que sufrieron los primeros brotes, parecen haber contenido el virus y estar recuperando la normalidad cotidiana. Incluso en Italia, el caso más trágico hasta la fecha, hay indicios esperanzadores de que el confinamiento social está funcionando puesto que el número de casos nuevos empieza a estabilizarse, aunque solo durante unos días de momento. Tras una reacción excesivamente lenta, el Gobierno de EE. UU. empieza a tomar medidas a nivel nacional y local. Esperamos que el nivel de pánico y miedo, y la cuarentena y el distanciamiento social posteriores, den como resultado un aplanamiento de la curva para evitar una sobrecarga del sistema sanitario como la que se ha vivido en Italia.

Los bancos centrales de todo el mundo están dando una respuesta extraordinaria. Por ejemplo, la Reserva Federal de EE. UU. ha anunciado una expansión cuantitativa de duración prácticamente indeterminada, ha recortado los tipos hasta mínimos históricos y ha aprobado un plan de estímulo masivo. Si bien China ha sido más comedida tras el inesperado recorte de tipos de la Reserva Federal, ya ha anunciado una inyección de 1,2 billones de yuanes (173 000 millones de dólares) en los mercados y se ha comprometido a utilizar las herramientas de política monetaria para garantizar que la liquidez siga siendo amplia y respalde a las empresas a las que ha afectado el virus¹. También esperamos un aumento del estímulo fiscal por parte de China, puesto que la caída de la demanda mundial será claramente otro duro golpe para el gigante asiático. Con suerte, esto significará que ya hemos alcanzado el pico de volatilidad y, quizás, el valle del mercado (aunque es probable que esto se vuelva a examinar), siempre que EE. UU. sea capaz de aplanar la curva del virus.

Es evidente que el consumo y la oferta se verán afectados. Aunque el consumo se desplomará en el corto plazo, y una parte de este se perderá para siempre, pensamos que recuperará su tendencia en un plazo de entre 6 y 12 meses. En cuanto a la oferta, hay indicios de escasez de componentes esenciales y, al igual que el consumo, experimentará una drástica reducción de la demanda, parte de la cual nunca llegará a recuperarse. Además, es probable que las empresas se enfrenten a un período de revisiones negativas de los beneficios. Sin embargo, si esto es transitorio, el mercado analizará las pérdidas de beneficios o la reducción de las proyecciones cuando se atisbe la contención.

Las condiciones climatológicas y los bancos centrales serán de vital importancia durante los meses venideros. Al igual que ocurre durante la temporada de gripe, los casos de infección por los coronavirus SARS y MERS disminuyeron con un clima más cálido, de forma que las tendencias de subida de la temperatura de abril y mayo tal vez ayuden a limitar la propagación del virus actual. También confiamos en los grandes talentos del sector privado, dedicados a la incansable búsqueda de tratamientos y, en última instancia, de una vacuna, que podrían ser de ayuda en los brotes posteriores del año que viene.

¿La situación de los mercados asiáticos está mejorando respecto a la de los mercados desarrollados?

En algunas zonas de Asia se empieza a ver la luz al final del túnel. En China, un gran número de cafeterías y fábricas han vuelto a abrir, y no se están registrando nuevos casos locales de coronavirus (aunque sí importados)². La estrategia de Corea para abordar la situación ha sido diferente: se han realizado pruebas a discreción e incluso se han instalado estaciones para hacer pruebas rápidas a los ciudadanos en los aparcamientos sin que tengan que bajar del coche (un modelo que EE. UU. está tratando de adoptar). De ese modo, el país pudo lidiar con el rápido aumento de casos, aislando de inmediato a los enfermos, lo que permitió a empresas como Samsung reabrir y funcionar a pleno rendimiento. Curiosamente, no se han

¹ «1.2tn yuan to be pumped into Chinese markets to fight coronavirus slump» (*Inyección de 1,2 billones de yuanes en los mercados de China para luchar contra la crisis de la enfermedad por coronavirus*), theguardian.com, 2 de febrero de 2020.

² «China delays college entrance exam as fears grow over risk of coronavirus second wave» (*China retrasa los exámenes de acceso a la universidad por temor a una segunda ola de contagios por coronavirus*), Reuters, 31 de marzo de 2020.

producido brotes masivos en Taiwán, Singapur ni Hong Kong, solo casos importados. Si bien no podemos afirmar con certeza que el clima haya sido un factor determinante, la posibilidad de que el virus no se transmitiera bien en condiciones climáticas de calor y humedad es alentadora.

Aunque algunas áreas de los mercados emergentes parecen encontrarse en la senda de la recuperación, otras quizás solo hayan dado el primer paso. Los Gobiernos de Filipinas, Brasil y la India están tomando medidas de confinamiento y cuarentena muy similares a las que se observan en la mayor parte de Occidente. Todos tratan de aprender de los errores de Italia y se están centrando en «aplanar la curva» tomando las medidas necesarias para, al menos, frenar la propagación del virus, con la esperanza de que sus sistemas de asistencia sanitaria no se vean sobrepasados.

La economía ya ha sufrido un durísimo golpe y seguirá resintiéndose a corto plazo. Aunque prevemos que la volatilidad continúe, seguimos siendo optimistas con respecto a las perspectivas (especialmente, las tendencias a largo plazo) de China y los mercados emergentes. Creemos que, dentro de 12 meses, volveremos la vista atrás y nos sorprenderán los niveles de precios que estamos pagando ahora por determinados valores.

¿Qué temas seculares cree el equipo que cambiarán o se desarrollarán a largo plazo como resultado de esta crisis?

Los períodos de extrema volatilidad suelen ser el empujón que se necesita para acelerar las tendencias existentes. Durante varios años hemos observado el enorme efecto que tenía el aumento del poder adquisitivo de la clase media en las economías de los mercados emergentes. Este hecho ha sido un tema predominante en diversos sectores, que abarcan desde los bienes de consumo discrecional hasta los servicios financieros, de asistencia sanitaria y de comunicaciones.

La aceleración de las compras “online” como resultado de la «economía del confinamiento» beneficia a empresas como Alibaba, Magazine Luiza y JD.com. Gracias al registro de usuarios nuevos y potencialmente recurrentes en sus plataformas, que compran productos de alimentación y electrónica, o que incluso encargan comida en línea por primera vez, bien podría darse un repunte más duradero, no solo limitado al corto plazo o a la duración de la crisis.

En el plano negativo, el tránsito y el turismo tardarán muchos meses en normalizarse por razones obvias. A los CEO (directores ejecutivos) de las líneas aéreas comerciales, las cadenas hoteleras internacionales y los grandes complejos de casinos no les queda más remedio que admitir que los próximos meses serán extremadamente duros. Muchas personas tardarán en volver a viajar y dudarán en acudir a lugares masificados.

En cuanto a los servicios financieros, es probable que los bancos de China y Corea salgan en defensa de sus naciones. Por ejemplo, dado que muchas empresas se ven ahogadas por los efectos del coronavirus en sus negocios, los gobiernos podrían alentar a los bancos a proporcionar liquidez para evitar posibles problemas de desempleo masivo. El sector de los servicios financieros ha sido uno de los más perjudicados, dado que las perspectivas de crecimiento se han tornado rápidamente en una recesión. Algunas de estas caídas están justificadas, y en otras vemos oportunidades para desarrollar posiciones en franquicias de calidad a largo plazo. Este gesto se observa también en los mercados desarrollados. Por ejemplo, la Casa Blanca está recibiendo a los ejecutivos de diversas entidades bancarias para analizar cómo pueden ayudar a las pequeñas empresas. Lo que diferencia la crisis de 2008 de esta es que los servicios financieros son ahora parte de la solución, no del problema. En ese sentido, no vemos que sean necesarios los grandes aumentos de capital en los mercados emergentes ni en los bancos estadounidenses.

¿Cómo abordan la asignación por países dadas las diferentes consecuencias del coronavirus?

Lo que siempre recordamos a nuestros clientes es que, cuando un cliente invierte en nuestras carteras de mercados emergentes, está comprando empresas, no países ni regímenes políticos. Lo que es más concreto, se compran sus beneficios y flujos de efectivo. Por lo tanto, es vital observar los efectos macroeconómicos a través del prisma de la empresa. Es decir, hay que preguntarse cómo afecta el coronavirus a las empresas. Dicho esto, hemos utilizado la volatilidad para cerrar nuestras infraponderaciones en los países que parecen estar sufriendo las peores consecuencias del virus: China y Corea.

Alibaba es nuestra principal empresa de la cartera, y es la mayor plataforma de comercio electrónico de China. Esta ha evolucionado hasta convertirse en algo más que una «tienda de todo». Ahora es una empresa tecnológica basada en datos y que integra numerosos componentes empresariales, como publicidad, medios de comunicación, servicios financieros, logística y servicios locales. La tasa de crecimiento del GMV (volumen bruto de mercancía) de Alibaba es de casi el 30 % interanual, y la comisión que obtiene de su plataforma es de aproximadamente el 4 % (en comparación con las homólogas Amazon, del 20 %, o eBay, del 13 %)³. La empresa tiene un flujo de efectivo disponible de 15.000 millones de dólares y su cotización en el mercado es de 22 veces sus ganancias. Además, su inversión en la nube, que actualmente se beneficia del teletrabajo masivo, es la enorme guinda del pastel. Por otra parte, posee una cuota de mercado del 60 % y una tasa de retención del 90 %. Sin embargo, sus márgenes se encuentran en el -0,5 % debido a la enorme inversión en su plataforma en la nube. Cuando comience a rentabilizarla (los márgenes eran del -20 % hace un año), sin duda justificará una valoración aún mayor.

Otra de nuestras principales empresas es Tencent, muchos de cuyos mercados verticales se están beneficiando de los recientes acontecimientos. Tencent es una de las plataformas en línea más importantes, y tiene más de mil millones de usuarios activos cada mes. Se trata de una completa empresa de servicios de Internet, que abarca las áreas de la comunicación, el entretenimiento, la socialización, las compras por Internet y la búsqueda de información, entre muchas otras. Monetizar esta base de usuarios es la clave de su éxito. La publicidad no ha sido su punto fuerte últimamente, pero cuando se recupere podría estar bien posicionada para ampliar su cuota de mercado, ya que las empresas publicitarias se centran en el ecosistema de Tencent para obtener el máximo rendimiento de su presupuesto publicitario. Dada la diversidad de mercados verticales y del ecosistema, los conocimientos que Tencent tiene sobre sus clientes, tanto de su comportamiento en Internet como fuera de la red, son casi inimaginables. Después de todo, los sistemas de pago de Tencent o Alibaba se utilizan en el 50 % de todas las transacciones que se realizan fuera de línea en China mediante códigos QR.

Mientras tanto, empresas similares como Samsung, SK Hynix y TSMC se benefician de temas a largo plazo, como la nube y el 5G, así que también ofrecen buenas oportunidades. Aunque no cabe duda de que el ciclo del 5G se retrasará, acabará llegando. Creemos que se trata de empresas saludables e innovadoras que no corren peligro de quebrar. Por lo tanto, observamos las valoraciones actuales con entusiasmo.

¿Qué se puede decir sobre las valoraciones?

Es difícil predecir qué ofrecerá buenos resultados a corto plazo. La valoración de la renta variable de los mercados emergentes resultó muy atractiva a finales de año. Entonces, creíamos que la renta variable de los mercados emergentes debía cotizar a una prima en

³ «Alibaba Group Generated RMB 268.4 Billion (US\$38.4 Billion) of GMV during the Global Shopping Festival» (*Alibaba Group generó 268 400 millones RMB [38 400 millones de dólares] de tasa de crecimiento del GMV durante el Festival de compras Doble 11*), Alibaba Group, 11 de noviembre de 2019.

relación con su homóloga en los mercados desarrollados, dada la mejora de la composición del universo de inversión, que favorece los valores de mayor calidad. La clase de activos ofrecía a los inversores una atractiva oportunidad para acceder a negocios sólidos respaldados por las tendencias de crecimiento estructural. Ahora, podríamos argumentar que la gran inestabilidad de los valores individuales es un motivo aún más convincente para invertir en los mercados emergentes en los próximos meses y años. Esta semana, las valoraciones han estado a punto de llegar a los mínimos de la crisis financiera mundial. Estas probablemente no importen hasta que los inversores vean la luz al final del túnel de la crisis del coronavirus, pero una vez que lo hagan, las valoraciones adquirirán una enorme importancia.

Además, la vulnerabilidad financiera ha disminuido drásticamente en los mercados emergentes: ya no hay una debilidad sistemática como la que había en años anteriores, y la mayoría de los países han emprendido una genuina reforma. Tales reformas tienen un potencial transformador que podría activar el crecimiento. Tras las elecciones nacionales de los últimos 18-24 meses, el impulso de las reformas puede intensificarse en países como la India, Indonesia, Malasia y Filipinas, allanando el camino hacia una mayor estabilidad macroeconómica y un crecimiento estructural más sólido.

¿Hay señales de que los mercados hayan tocado fondo?

Identificar los ritmos de los mercados es muy difícil. Quizás hayan tocado fondo ya, pero es imposible afirmarlo con certeza. Un estrategia global al que seguimos lo explica bien: hay que buscar cinco máximos (volatilidad, fortaleza del USD, diferenciales de crédito, capitulación y preocupaciones por el virus) y dos mínimos (el precio del petróleo y los tipos). Yo añadiría que el principal indicador de los temores respecto al virus está en el aplanamiento de la curva, primero en Italia y luego en Alemania y España. Esto ayudará a los mercados a confiar en que se logrará también en EE. UU.

Mientras tanto, dedicamos nuestro tiempo a hablar con los equipos de gestión de nuestras empresas, a averiguar los efectos fundamentales de lo que está sucediendo, ajustando nuestro trabajo de valoración e intentando aprovechar la volatilidad de los mercados en beneficio de nuestras carteras y, en última instancia, de nuestros clientes.

Información importante: Para uso exclusivo de Inversores Profesionales y/o Cualificados (no debe usarse con clientes minoristas, ni transmitirse a estos). Las rentabilidades históricas no garantizan rentabilidades futuras. El valor de las inversiones y de cualquier ingreso no está garantizado, puede caer o subir y puede verse afectado por las fluctuaciones de los tipos de cambio. Esto significa que un inversor puede no recuperar las cuantías invertidas. Su capital está expuesto a riesgos. Este material se distribuye meramente a título informativo y no constituye una oferta o solicitud de un pedido para comprar o vender valores u otros instrumentos financieros, ni para ofrecer asesoramiento o servicios de inversiones. La mención de determinadas acciones o bonos no debe considerarse como una recomendación para invertir. Los análisis incluidos en este documento han sido elaborados por Columbia Threadneedle Investments para el desarrollo de sus propias actividades de gestión de inversiones. Es posible que se hayan utilizado con anterioridad a la publicación y ahora se han puesto a su disposición a título accesorio. Cualquier opinión expresada se considera realizada en la fecha de publicación y está sujeta a cambios sin previo aviso. Además, no deberá interpretarse como asesoramiento de inversión. Aunque se considera que la información obtenida de fuentes externas es fiable, no puede garantizarse su precisión o integridad. Este material incluye declaraciones prospectivas, como previsiones de condiciones económicas y financieras futuras. Ninguno de los miembros, consejeros, directivos ni empleados de Columbia Threadneedle Investments declara, garantiza, asegura ni manifiesta ninguna certeza sobre el cumplimiento de dichas declaraciones prospectivas. Publicado por Threadneedle Asset Management Limited (TAML). Registrado en Inglaterra y Gales, número de registro 573204, Cannon Place, 78 Cannon Street, Londres EC4N 6AG, Reino Unido. Autorizado y regulado en el Reino Unido por la Autoridad de Conducta Financiera. TAML no cuenta con licencia en Suiza y solo puede prestar servicios de gestión de inversiones transfronterizos. TAML cuenta con una licencia transfronteriza de la Comisión de Servicios Financieros de Corea (Financial Services Commission) para llevar a cabo su gestión discrecional de inversiones. Publicado por Threadneedle Portfolio Services Hong Kong Limited 天利投資管理香港有限公司. Unit 3004, Two Exchange Square, 8 Connaught Place, Hong Kong, con licencia de la Comisión de Valores y Futuros (SFC) para desarrollar las actividades reguladas de tipo 1 (CE:AQA779). Registrado en Hong Kong en virtud de la Ordenanza de Sociedades (Capítulo 622), N.º 1173058. Publicado por Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited, 3 Killiney Road, #07-07, Winsland House 1, Singapur 239519, regulado en Singapur por la Autoridad Monetaria de Singapur (Monetary Authority of Singapore) en virtud de la Ley de Valores y Futuros (Securities and Futures Act) (Capítulo 289). Número de registro: 201101559W. Publicado por Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited [«TIS»], ARBN 600 027 414. TIS está exenta del requisito de contar con una licencia australiana de servicios financieros en virtud de la Ley australiana de sociedades (Corporations Act) y se fundamenta en lo dispuesto por la normativa Class Order 03/1102 relativa a la prestación de servicios financieros y de comercialización a los clientes mayoristas australianos. Solo se permite la distribución del presente documento en Australia a «clientes mayoristas» (wholesale clients), según se define este término en el artículo 761G de la Ley australiana de sociedades. TIS está regulada en Singapur por la Autoridad Monetaria de Singapur (Monetary Authority of Singapore) de conformidad con la Ley de valores y futuros (Securities and Futures Act) (Capítulo 289), con número de registro: 201101559W, que difiere de la legislación australiana. Este documento se distribuye a través de Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited, regulada por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái (DFSA). Para Distribuidores: Este documento tiene por objetivo proporcionar a los distribuidores información sobre los productos y servicios del Grupo, y no se debe distribuir posteriormente. Para Clientes Institucionales: La información contenida en este documento no debe interpretarse como asesoramiento financiero y está destinada únicamente a personas que posean los conocimientos adecuados sobre inversiones y que cumplan los criterios normativos para ser clasificados como «Clientes Profesionales» o «Contrapartes de Comercialización», de modo que ninguna otra persona deberá actuar sobre la base de esta información. Columbia Threadneedle Investments es la marca global del grupo de empresas Columbia y Threadneedle.