

Global Equity Observer

¿Se tambalean de nuevo los mercados emergentes?

ACTIVE FUNDAMENTAL EQUITY | INTERNATIONAL EQUITY TEAM | INVESTMENT INSIGHT | AGOSTO 2018

La economía mundial creció 14 billones de USD entre 2010 y 2017 según el Banco Mundial.¹ Si bien 4,4 billones de USD provienen de América del Norte y 0,5 billones de USD de Europa, los mercados emergentes representaron la mayor parte de este crecimiento. El mayor contribuyente fue China con 6,1 billones de USD, pero India con 0,9 billones de USD, Corea con 0,4 billones de USD e Indonesia con 0,26 billones de USD contribuyeron más al crecimiento que Alemania (0,26 billones de USD), por ejemplo.

Durante el verano, el mercado parece haber perdido confianza en la posibilidad de que continúe esta tendencia de crecimiento. La lira turca cayó un 43% en el año (a 31 de agosto) y el peso argentino bajó aún más. Los principales índices chinos han caído un 18% en lo que va de año y el cobre, que se considera como una importante referencia de la evolución de la economía, también ha bajado cerca del 20%.²

Dos elementos impulsan las ventas masivas. Por una parte, los países con déficits de capital y comercial significativos, como Turquía y Argentina, soportan presión por su elevada deuda en USD, el encarecimiento del petróleo y las respuestas con políticas inadecuadas. Por otra parte, los países con importantes superávits comerciales, como China, reciben el impacto de la remodelación de la política comercial de Estados Unidos.

Como siempre, no pretendemos predecir el resultado de estos desafíos y nuestro enfoque de inversión sigue siendo *bottom-up*. Sin embargo, dada la significativa, aunque indirecta,

AUTHOR



WILLIAM LOCK
Head of International
Equity Team



BRUNO PAULSON
Managing Director



**DIRK
HOFFMANN-BECKING**
Executive Director

“Esta no es la primera vez que los mercados emergentes experimentan un retroceso. Es poco probable que sea la última”.

¹ Fuente: <http://wdi.worldbank.org/table/4.2#>

² Todos los datos en lo que va de año hasta el 31 de agosto de 2018.

exposición del fondo a los mercados emergentes, debemos considerar los riesgos de estos mercados y nos hemos visto en la obligación de revisar la cartera ante los desafíos que se presentan.

Esta no es la primera vez que los mercados emergentes experimentan un retroceso. Es poco probable que sea la última. Los inversores pueden recordar la última vez que sucedió esto, en 2013. En aquel entonces, como ahora, nos centramos en los fundamentales. Creemos que los principales factores que sirven como protección contra el riesgo de pérdidas de capital son el poder de fijación de precios, los ingresos recurrentes, los elevados y sostenibles retornos sobre el capital operativo, la valoración y las tendencias de crecimiento estructural a largo plazo, más que los crecimientos en el corto plazo:

- **EL PODER DE FIJACIÓN DE PRECIOS TIENE UNA GRAN IMPORTANCIA.**

Cuando las monedas locales se deterioran rápidamente, los precios de los materiales importados pueden aumentar drásticamente. Las compañías que conservan el poder de fijación de precios debido, por ejemplo, a la fortaleza de la marca, las redes o la innovación continua, pueden repercutir los mayores costes de los insumos a los clientes, aunque podrían experimentar un impacto sobre el volumen de venta a corto plazo. Sin embargo, sin poder de fijación de precios, los mayores costes productivos repercuten directamente

sobre los beneficios, lo que agrava el efecto de la menor demanda.

- **LA OTRA VARIABLE DE LA ECUACIÓN ES EL TIPO DE CRECIMIENTO.** En

muchos sectores, incluidos los productos básicos, el crecimiento en los mercados desarrollados ha sido moderado, ya que se han alcanzado niveles de saturación y la recuperación de la crisis financiera ha sido lenta. Esto ha hecho que las previsiones de crecimiento dependan en gran medida de la evolución de los mercados emergentes, en particular, del crecimiento en China, India y otras economías asiáticas. En nuestra opinión, al observar en concreto las economías asiáticas, destacan tres impulsores del crecimiento independientes en los últimos años: (i) crecimiento de la industria manufacturera orientada a exportación, (ii) crecimiento de la inversión en infraestructura y vivienda y (iii) crecimiento del consumo privado. Aunque el crecimiento en los mercados emergentes puede ralentizarse temporalmente, consideramos que permanece intacta la tendencia estructural subyacente que caracteriza a los clientes de los mercados emergentes de equipararse con los hábitos de consumo de los mercados desarrollados. Nuestra exposición está muy orientada hacia el consumo privado y tiene muy poca o ninguna exposición a infraestructuras y exportadores de productos manufactureros.

- **LOS RETORNOS SOBRE EL CAPITAL OPERATIVO ELEVADOS Y SOSTENIBLES DERIVADOS DE LOS INGRESOS RECURRENTES SON MÁS IMPORTANTES EN LOS PERÍODOS DE RALENTIZACIÓN PORQUE GENERAN UN FLUJO DE CAJA LIBRE ROBUSTO Y SOSTENIBLE.** Esto permite a las compañías seguir invirtiendo, incluso en períodos de menor demanda, ya que tienen el efectivo para cubrir los dividendos e invertir en el negocio. La capacidad de invertir en períodos complicados fortalece su posición en el mercado a largo plazo y puede generar mejores márgenes y rentabilidades en el futuro.

- **POR ÚLTIMO, DEBE EVITARSE PAGAR EN EXCESO.** Una desaceleración del crecimiento impacta generalmente en los múltiplos de la acción, a

menos que ya exista un margen de seguridad integrado en la valoración. La valoración sigue siendo una característica clave de nuestro proceso de inversión y hemos mantenido la prudencia con respecto al enfoque de “calidad a cualquier precio” que observamos en algunas partes del mercado.

Seleccionamos compañías de alta calidad que creemos que presentan (i) poder de fijación de precios, (ii) retornos sobre el capital operativo elevados y sostenibles para financiar la innovación y la inversión, incluso en períodos de menor crecimiento, y (iii) un precio razonable. Esto nos ofrece cierta tranquilidad, ya que nuestras carteras mostrarán el nivel de protección relativa a la baja demostrado en el pasado, si fuera necesario.

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 que superen el 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.

DISTRIBUCIÓN

La presente comunicación se dirige exclusivamente a personas que residan en jurisdicciones donde la distribución o la disponibilidad de la información que aquí se recoge no vulneren 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 11096HA (Países Bajos). Teléfono: 312-0462-1300. 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 ha sido emitido por 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 ha sido revisado ni aprobado por 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.

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 períodos 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 informativos 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.

Salvo que aquí se indique lo contrario, los puntos de vista y las opiniones que se recogen en el presente documento corresponden a los de equipo de gestión de la cartera y se basan en el estado de los asuntos tratados en el momento de su elaboración y no en fechas posteriores; tales puntos de vista y opiniones no se actualizarán ni se revisarán de otro modo para recoger información que pase a estar disponible más adelante ni circunstancias o cambios posteriores a la fecha del presente documento.

Las previsiones y/o las estimaciones que se facilitan en el presente documento pueden variar y no llegar a materializarse. La información relativa a las rentabilidades de mercado previstas y a las perspectivas del mercado se basa en la investigación, el 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 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 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 los derechos de autor.

Explore our site at www.morganstanley.com/im