



RESEARCH

Tema del mes: Invertir en Asia



8 págs



12 min.

Carteras Gestión activa **Largo plazo** Diversificación

1. ¿Por qué invertir en Asia?

La inversión en Asia y países emergentes se está convirtiendo en una opción muy atractiva para los inversores. ¿Por qué es interesante incluir la inversión en el continente asiático en nuestras carteras?

Primero de todo hay que poner en contexto la **heterogeneidad**, la cual es enorme, por lo que resulta cuando menos necesario sintetizarla por regiones, pues es una de las bases del éxito actual y futuro de la región, la diversidad de sus componentes constituyentes. Como es bien sabido Asia es extremadamente diversa, con diferencias en los métodos de gobernanza, los sistemas económicos, la demografía, la riqueza y las trayectorias de crecimiento.



Imagen: Sanghái, China. Shutterstock.

Algunas economías están fomentando la demanda interna, mientras que otras persiguen el liderazgo mundial en algunas de las industrias más dinámicas del mundo. Por

ejemplo, Corea y Taiwán son economías abiertas y tecnológicamente avanzadas en negocios de grandes barreras de entrada como son los hardware y semiconductores que están profundamente integradas en las cadenas de suministro mundiales. Por otro lado, otras economías asiáticas se están beneficiando de una creciente economía enfocada a los servicios, como es el caso de la India, con su floreciente clase media. La región también cuenta con centros manufactureros emergentes como Vietnam y países con una inclinación hacia las materias primas como Indonesia y Malasia.

Japón por su parte, sigue siendo tras Estados Unidos y China el tercer mayor mercado de consumo del mundo. Las empresas japonesas controlan más del 50% de la cuota de mercado en muchos de los componentes y suministros avanzados de la industria tecnológica. Desde vidrios especiales, hasta los equipos de fabricación de semiconductores o productos químicos complejos.

Y luego está China, la fuerza dominante de la región, muy centrada en la importancia de su sector manufacturero, al tiempo que se está especializando en áreas en las que carecía de influencia, fomentando una economía cada vez más centrada en la innovación y la I+D, siendo líder en múltiples servicios (paneles fotovoltaicos, vehículo eléctrico...)

Por lo tanto, queda claro que la heterogeneidad por naturaleza en Asia aporta una **diversidad** inherente a nuestras inversiones.

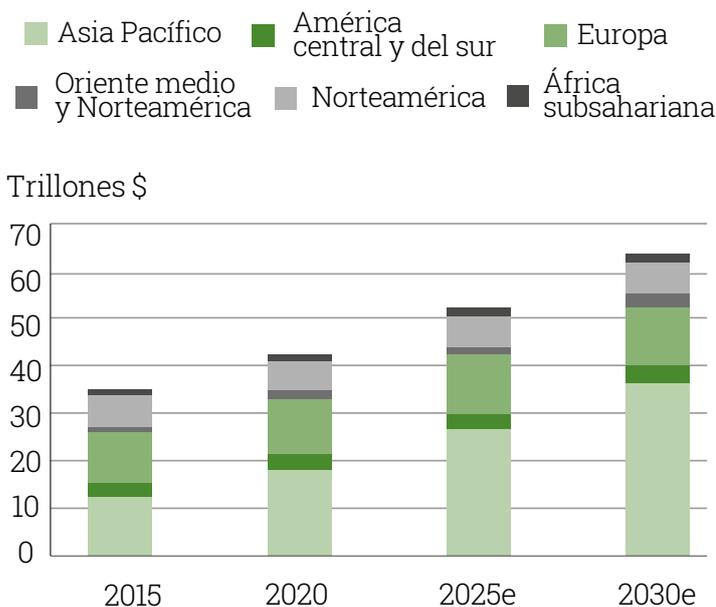


Sin embargo, si la diversidad forma parte del atractivo inversor de Asia, también lo es el impulso de la región para aumentar su **crecimiento** y dinamismo.

Asia va camino de representar más del 50% del PIB mundial en algún momento de los próximos 15 a 20 años. Además del vertiginoso crecimiento del consumo y la floreciente clase media de Asia, la expansión de la infraestructura, la urbanización, la industrialización y el aumento del gasto en I+D de la región significan que su sector empresarial está innovando más rápido que nunca.

Impulsado por el auge de la clase media asiática y su creciente poder adquisitivo, el gasto de los consumidores es un motor de crecimiento a largo plazo para la región. Por poner algunos ejemplos, se espera que la clase media de China supere los 1.200 millones para 2030, mientras que se espera que en la India se duplique de 400 millones en 2021 a 800 millones en 2030.

Gasto en consumo de la clase media



Fuente: Brookings Institution.

“(...) la heterogeneidad por naturaleza en Asia aporta una diversidad inherente a nuestras inversiones.”

Se prevé que los consumidores asiáticos en su conjunto representen la mitad del crecimiento del consumo mundial durante la próxima década. Esto tiene importantes repercusiones en los ingresos de múltiples sectores ya que los consumidores buscan mejorar su estilo de vida. Ante la recuperación de la actividad económica mundial y el hecho de que Asia siga mostrando un crecimiento en términos de PIB en comparación superior a otras regiones del mundo, resulta interesante considerar la posibilidad de diversificar una cartera global para incluir inversiones en Asia.

Una gran diferencia, sin embargo, es que estos mercados son mucho menos eficientes desde el punto de vista de la **información**. Esto suele implicar que presente una infra ponderación en las carteras globales, pero por otra parte puede crear excelentes **oportunidades** para inversores activos que explotan activamente estas ineficiencias de precios. También es cierto que, a menudo, estos grupos se adhieren al mismo nivel de gobierno corporativo y cumplimiento que sus rivales de los mercados desarrollados, aunque en general están rezagados en este aspecto. Si bien, muchas empresas tienen doble cotización en mercados desarrollados, lo que les obliga a seguir una normativa más rigurosa. Al mismo tiempo, esto amplía su base de inversores internacionales, lo cual significa que les interesa adherirse a los niveles más altos de gobierno corporativo. Este aspecto lo veremos en detalle más adelante.

2. ¿Cómo es la renta variable asiática?

Las perspectivas de beneficios para la renta variable asiática han mejorado constantemente, mientras que, en términos de **valoración**, siguen cotizando con descuento respecto a los mercados desarrollados.

PEG ratio: Asia emergente vs USA

— MSCI EM Asia PEG ratio
— MSCI USA PEG ratio



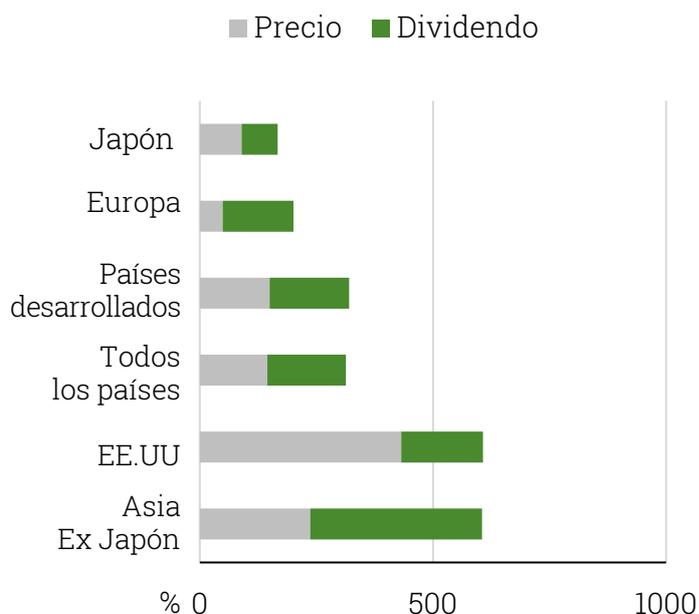
Fuente: Refinitiv, Pictet AM.

Las acciones asiáticas son una buena fuente de ingresos, ya que los dividendos han representado dos tercios de la rentabilidad a largo plazo para el accionista en la última década.

Asia alberga empresas de calidad que cuentan con sólidos balances, generan buenos flujos de caja, expuestas a alguna de las mejores oportunidades de crecimiento

estructural y que ofrecen una atractiva **rentabilidad por dividendo**. La mejora de la gobernanza empresarial, impulsada por la normativa gubernamental y el activismo de los accionistas, es otro factor que ha impulsado este aumento de la rentabilidad de los dividendos y de los ratios de reparto en los últimos años.

Rentabilidad total con reinversión de dividendos Diciembre 2000-Marzo 2022 (%)



Fuente: Credit Suisse AM, Bloomberg.

Como vemos, el mercado asiático ofrece crecimiento de los beneficios en un entorno global de bajo crecimiento secular, y con valoraciones atractivas. Adicionalmente, la diversidad y las diferencias entre los distintos mercados dan lugar a rendimientos de naturaleza compensatoria, que pueden ofrecer menos volatilidad, rendimientos más estables y potencialmente servir como mejor diversificador.

3. Presencia de Cobas AM en Asia

Nuestra presencia en Asia empieza en nuestro equipo de inversión. Desde hace más de 10 años, uno de los integrantes de nuestro equipo de inversión, **Mingkun Chan**, trabaja de forma remota desde Shanghai.

Como saben, a priori nos encontramos más cómodos invirtiendo cerca de casa, pues entendemos que la cultura de las empresas resultará más fácil de analizar si las personas que las conforman comparten valores más cercanos a los nuestros.

Dicho esto, la realidad es que nuestro mandato de inversión no trae consigo ningún tipo de limitación geográfica a la hora de buscar oportunidades de inversión, y siempre estamos dispuestos a acudir allí donde entendemos que puede existir valor.

La importancia de entender las dinámicas del continente asiático empieza mucho antes de llegarnos a plantear inversiones en la región. En un mundo globalizado como en el que vivimos, cualquier empresa con un foco comercial global de su producto o servicio deberá afrontar competencia en cualquier parte del mundo. Es aquí donde el papel de Mingkun comienza a tomar importancia.

Su labor de análisis comienza por ayudarnos a **entender las dinámicas de crecimiento en dicho continente**. Y esto es importante; como hemos visto, las economías asiáticas representan el que posiblemente sea el principal motor de crecimiento para la economía global.

Según estimaciones del Fondo Monetario Internacional, las previsiones de crecimiento mundial para el Producto Interior Bruto se sitúan en torno al 3%. Si entramos a desglosar

dicho crecimiento, nos encontraremos con unas economías desarrolladas para las cuales el crecimiento esperado es muy bajo, de en torno al 1%, y unas economías asiáticas emergentes con crecimientos esperados en niveles de alrededor del 5%.

Previsión del crecimiento del PIB de Asia en 2023e



Asia 5%

Fuente: Perspectivas económicas Mundiales del FMI 2023e.

Esto es importante. Entender de primera mano la situación de estas economías es algo muy relevante cuando hablamos de una cartera global como la nuestra, habida cuenta de que en torno a 2/3 de las ventas de las compañías que componen nuestra **Cartera Internacional** se producen en un marco global, por lo que la exposición a las dinámicas de crecimiento mundial es muy relevante.

Así, la cercanía que obtenemos a través de la presencia de Mingkun en Asia es muy relevante a la hora de analizar a empresas competidoras de aquellas de las que somos inversores.

Al tratarse una persona nativa, su afinidad cultural con las empresas de la región es muy grande, y esto ayuda mucho a que el resto del equipo comprenda mejor las diferentes situaciones a las que, como inversores, nos podemos enfrentar a la hora de invertir en sociedades tan diferentes a la nuestra.

Un ejemplo podemos encontrarlo en nuestra tesis de inversión en energía, focalizada en petróleo y en gas.

La base del razonamiento general que da soporte a la tesis se encuentra en el lado de la oferta, puesto que consideramos que las compañías no están realizando las

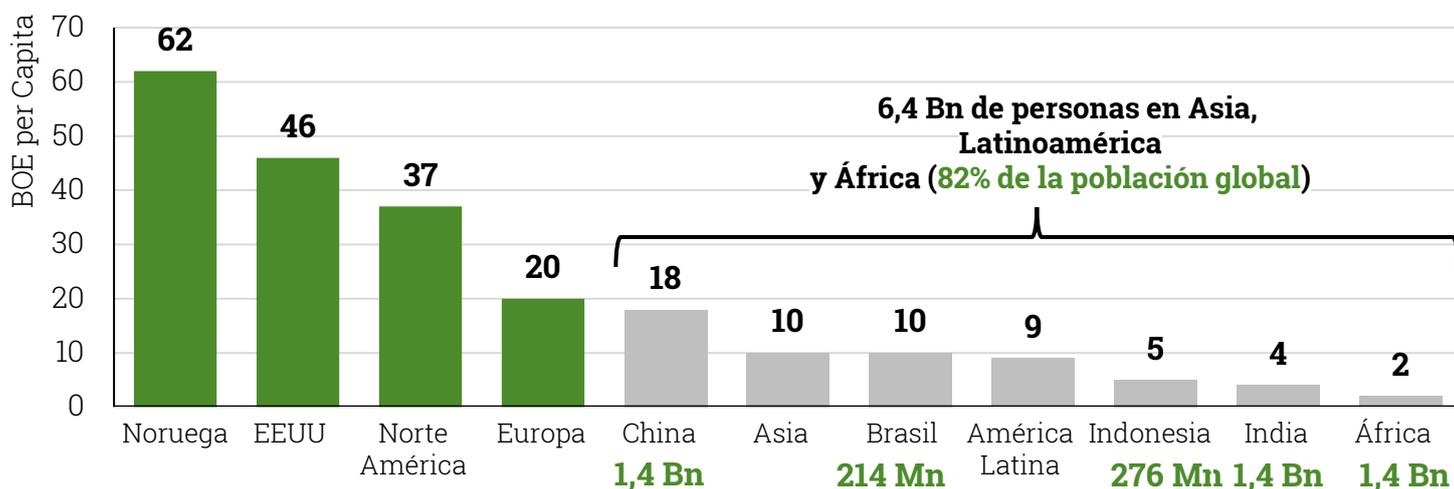
inversiones necesarias para mantener una oferta sana y suficiente en los próximos años.

Por el lado de la demanda, en los últimos trimestres el mercado se debate entre recesión sí o recesión no, y traslada dichas previsiones a los precios de ambas materias primas, en forma de volatilidad.

En nuestra opinión, la energía es absolutamente fundamental para el desarrollo de las sociedades y creemos que los **mercados emergentes suponen un motor de demanda futura de mucha importancia.**

En este sentido, la magnitud de la población en los países en desarrollo no debería ser obviada, pues es ahí donde reside en nuestra opinión una parte importante de la futura demanda de energía. Y como no podía ser de otra forma, Asia juega un papel fundamental:

Consumo primario de energía per Capita en BOE



Fuente: BP Statistical Review 2022, Banco Mundial, presentación Magni en la conferencia de Pareto sobre energía en Sept 22.

Al fin y al cabo, se trata de miles de millones de personas que aspiran a progresar y alcanzar mayores niveles de bienestar. En esa transición hacia el desarrollo, la energía juega

un papel fundamental. Por tanto, entender de primera mano dichas dinámicas de crecimiento se convierte en algo de mucha importancia.

3. Inversiones de Cobas en Asia

Sin embargo, esta labor no se detiene aquí.

A día de hoy, la inversión directa de nuestra **Cartera Internacional** en compañías cotizadas en la región se desglosa de la siguiente forma:

Nuestras inversiones asiáticas

Compañía	Peso	Tipo de Negocio
Samsung C&T	1,81%	Cíclico
LGE/LGC preferentes	1,46%	Cíclico
Ichikoh	1,32%	Cíclico
CKH	1,27%	Defensivo
Daiwa Industry	1,17%	Defensivo
Hyundai Motor preferentes	1,11%	Cíclico
Vtech	1,11%	Defensivo
Okamoto	1,07%	Defensivo
Johnson Electric	1,03%	Cíclico
Amorepacific preferentes	0,36%	Cíclico
TOTAL	11,71%	

Nota: Datos a 31/03/2023

Se trata de una exposición relevante, a la par que diversificada. Hablamos de 11 compañías que representan en torno al 12% de nuestra **Cartera Internacional**.

Todas ellas son empresas de **propiedad familiar** o están controladas por un grupo inversor involucrado en la gestión del negocio. Esta característica compensa en cierta medida la mayor distancia geográfica, y por tanto cultural, pues lo que subyace aquí es una alineación de interés total entre los responsables de la gestión y los propietarios del capital.

Hablamos de negocios en nuestra opinión de calidad, con la capacidad de generar **retornos sobre el capital empleado** de en torno al 25% de media, lo cual nos parece muy relevante. Para ponerlo en contexto, un negocio medio, ni bueno ni malo, genera un ROCE que podemos situar en torno al 10-15%, por lo que un 25% es indicativo de que estamos invertidos en negocios muy buenos, la mayoría de ellos protegidos por barreras de entrada.

Otra de las características reside en el **conservadurismo de su balance**, otro de los cinturones de seguridad que compensa la ya comentada distancia cultural. En total, 9 de las 11 compañías se encuentran en una situación de caja neta, lo que nos ofrece un nivel de seguridad muy alto de cara a navegar las diferentes fases de un ciclo económico.

Todas las inversiones se encuentran materializadas en compañías cotizadas en Corea del Sur o en Japón. Invertimos principalmente en Corea y Japón (por el momento), no por razones geográficas, sino por su buena gestión empresarial con descuento (lo hacemos con todas las empresas del mundo). Así que podemos argumentar que en Corea y Japón el gobierno corporativo aún no ha sido tan bueno como en Occidente, por lo que podríamos encontrar algunas oportunidades.



Y la realidad es que vemos dinámicas en ambos mercados que nos hacen pensar que los diferenciales entre precio y valor están en la senda correcta de cara a ser corregidos.

En **Corea del Sur**, el número de inversores minoristas se ha duplicado en los últimos 3 años, hasta una cifra de en torno a los 14 millones de inversores.

Esto significa que un tercio de la población coreana con derecho a voto es inversora del mercado de valores de Corea del Sur. Por poner esta cifra en contexto, en 2019 esta se situaba en el 10% de la población, por lo tanto, entendemos que se está produciendo un cambio significativo en este sentido.

¿Qué implicaciones puede tender esta dinámica?

Obviamente, ese cambio hace que **el gobierno esté muy incentivado para reducir el descuento** de Corea del Sur, al tratarse de algo que redundaría positivamente en su propia población.

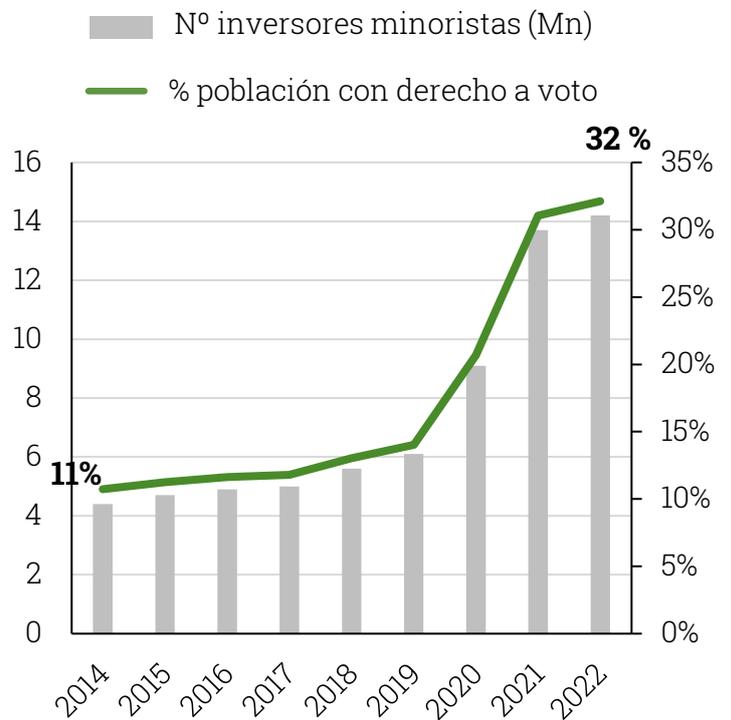
Hace unas semanas, los funcionarios de la bolsa de valores y de la bolsa de divisas comenzaron a realizar presentaciones para los inversores extranjeros, a través de sesiones organizadas por los brókers. Los mensajes que podemos extraer fueron los siguientes:

1. Invertir en Corea del Sur será mucho más fácil, el proceso de registro será sencillo.
2. Protegerán los derechos de los accionistas minoritarios.
3. Alentarán a las empresas coreanas a ser amigables con los accionistas.

Estas han sido históricamente algunas de las razones que se escondían detrás del permanente descuento contra su valor intrínseco con el que vienen cotizando desde

hace muchos años muchas de las empresas del país, así como del descuento de los mercados asiáticos con respecto a los mercados de economías desarrolladas, como puede ser el mercado americano.

Situación en Corea: mejorando el gobierno corporativo



Fuente: Korea Securities Depository, IFES.

Algo similar está sucediendo en **Japón**. A lo largo de los últimos años, venimos observando una tendencia positiva en relación al **gobierno corporativo** y a la asignación de capital en el mercado japonés.

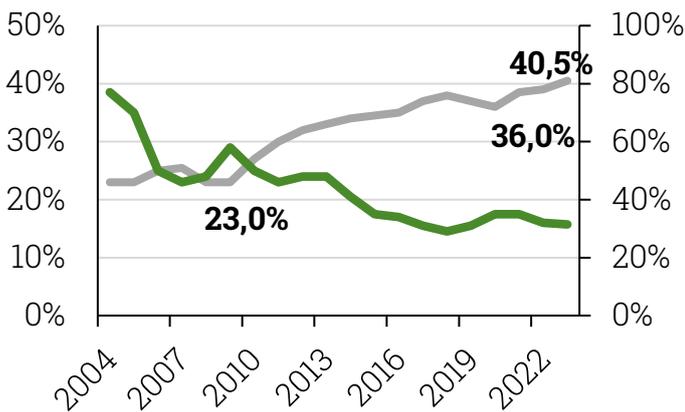
Por ejemplo, recientemente la Bolsa de Valores de Tokio comenzó a enviar anualmente un memorando a las aproximadamente 3.300 empresas cotizadas en dicho mercado.



El objetivo de dicho memorando es que aquellas compañías que cotizan por debajo de su valor contable deben presentar un documento exponiendo las acciones que pretenden llevar a cabo para mejorar la asignación de capital y, por tanto, favorecer que el mercado ajuste los amplios diferenciales entre precio y valor con los que actualmente cotizan muchas de las empresas de dicho mercado.

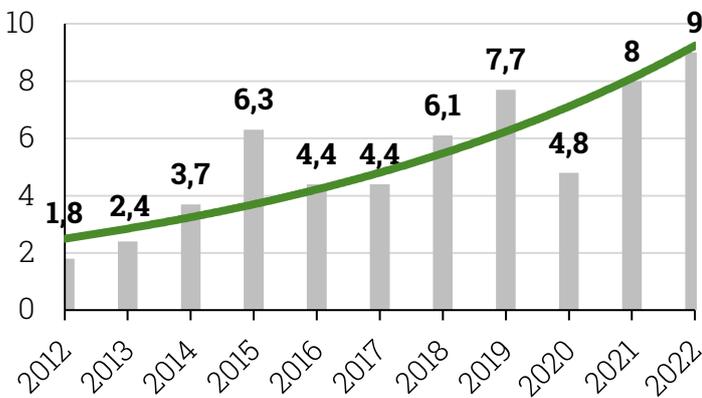
Situación en Japón: mejorando el gobierno corporativo

- Caja Neta superior al 10% del capital
- Deuda Neta Total / Capital (eje derecho)



Fuente: CLSA, Bloomberg.

Recompras de acciones (Trn JPY)



Fuente: SMBC Nikko Securities, from Quick.

“Invertimos principalmente en Corea y Japón (por el momento), no por razones geográficas, sino por su buena gestión empresarial con descuento.”

Entendemos que contar con presencia directa de nuestro equipo de inversión en el continente, a través además de una persona de confianza y nativa (esto es importante cuando uno habla de Asia) nos reporta muchos beneficios, ya no sólo en relación a las compañías en las que podamos puntualmente estar invertidos.

Desde una perspectiva más global, nuestra presencia en Asia nos ayuda a entender con mayor profundidad las dinámicas de crecimiento del continente más poblado del mundo y con el mayor ritmo de crecimiento del PIB. Nos ayuda a comprender mejor las dinámicas de competencia y crecimiento en muchos sectores en los que, sin llegar a tener en muchos casos inversiones en compañías cotizadas en la región, invertimos a través de compañías europeas o americanas cuyos competidores en muchos casos son compañías asiáticas.

En resumen, la presencia directa en Asia nos ofrece un valor añadido que complementa la visión que nuestro equipo de inversión, radicado en Madrid, pueda tener sobre las tendencias de crecimiento mundiales.

Para saber más en profundidad sobre nuestro posicionamiento en Asia recomendamos ver el [webinar de Mingkun](#) y la [Conferencia Anual donde se comenta esta inversión](#).