

MITOS Y REALIDADES de las inversiones en mercados emergentes

Urbi Garay

Los mercados emergentes representan casi la mitad del producto interno bruto del mundo y se espera que continúen creciendo a tasas mayores que las de los países desarrollados. Ahora bien, persiste una serie de mitos sobre la inversión de carteras en estos mercados que la investigación reciente en el campo de las finanzas permite refutar.

LA EXPRESIÓN «MERCADOS EMERGENTES» fue acuñada por la Corporación Financiera Internacional —IFC, por sus siglas en inglés, que formaba parte del Banco Mundial y fue adquirida por Standard & Poor's en el año 2000— para englobar un grupo de países en desarrollo para los cuales comenzaron a calcularse índices bursátiles en 1981. Para ser considerado como tal, un mercado emergente debe cumplir al menos uno de dos criterios: 1) debe pertenecer a un país de ingresos bajos a medianos y 2) la capitalización de mercado —la suma de los valores de mercado de las empresas inscritas en la bolsa— como porcentaje del producto interno bruto debe ser baja. Los mercados muy pequeños que se encuentran fuera del radar de la mayor parte de los inversionistas son denominados «mercados emergentes de frontera».

En la medida en que las economías de los mercados emergentes continúen experimentando tasas de crecimiento mayores que las de los países desarrollados, se espera que atraigan cantidades crecientes de capitales de estos últimos. La revista *The Economist*, del 6 de marzo de 2008, señaló las siguientes características de los mercados emergentes:

1. Representan entre treinta y cincuenta por ciento (dependiendo del método de cálculo empleado) del producto interno bruto mundial.
2. Son responsables del 45 por ciento de las exportaciones mundiales.
3. Consumen más de la mitad de la energía mundial y son responsables del ochenta por ciento del incremento de la demanda de petróleo desde 2003.
4. Poseen el 75 por ciento de las reservas internacionales mundiales.
5. Sus mercados de valores cuadruplicaron su tamaño entre 2003 y 2007, mientras que las acciones de Estados Unidos (medidas por el índice Standard & Poor's 500) subieron solamente setenta por ciento durante ese período.

Los mercados de capitales de las economías emergentes se caracterizan también por la volatilidad —o amplitud de las fluctuaciones— de las cotizaciones de las acciones de empresas pertenecientes a estos mercados. Por ejemplo, en 2008, y en medio de la crisis financiera global que se desató a finales de ese año, los mercados emergentes sufrieron una caída de 53 por ciento en sus cotizaciones (medida por el índice de acciones de mercados emergentes de Morgan Stanley), la cual fue mayor que la caída de 37 por ciento experimentada por el índice Standard and Poor's 500. En 2009, con la recuperación de los mercados de capitales en todo el mundo, nuevamente los mercados emergentes exhibieron un comportamiento más volátil que los mercados desarrollados, al experimentar un alza muy superior a la de estos últimos.

Mito 1: los mercados de capitales emergentes son nuevos

La mayoría de los mercados emergentes no son nuevos. Por ejemplo, según estadísticas presentadas por Park y Agtmael (1993), diez de los que hoy se consideran mercados emergentes fueron creados en el siglo XIX (Argentina, Brasil, Chile, República Checa, Egipto, Grecia, la India, México, Polonia y Sudáfrica). Muchos otros mercados fueron fundados a comienzos del siglo XX. Goetzmann y Jorion (1999) sostienen que muchos de los actuales mercados emergentes son en realidad «mercados re-emergentes». Ello se debe a que en el pasado desaparecieron del radar de los inversionistas por razones políticas, económicas o institucionales. Por ejemplo, Chile, China, Colombia, República Checa, Egipto, México, la India, Polonia, Rumania y Uruguay tenían mercados activos en los años veinte, que eran suficientemente grandes para atraer inversionistas extranjeros. Sin embargo, esos mercados se «sumergieron» (o incluso desaparecieron) y luego «re-emergieron» entre finales de los setenta, los ochenta y comienzos de los noventa.

Mito 2: los mercados emergentes son muy riesgosos

La teoría moderna de portafolios muestra que los activos considerados individualmente (por ejemplo, mercados emergentes considerados uno a uno) pueden ser muy volá-

tiles, pero que un portafolio diversificado (invertido en un gran número de ellos) puede correr un riesgo comparable (o incluso menor) al correspondiente a activos menos volátiles (por ejemplo, de mercados desarrollados). Las investigaciones también han mostrado que añadir mercados emergentes al portafolio de un inversionista puede reducir el riesgo (Harvey, 1995). Ello se debe a que los mercados emergentes están poco relacionados (o “correlacionados”, para hablar en términos estadísticos) con los países desarrollados y con otros mercados emergentes. Aun cuando las correlaciones de los mercados emergentes tanto con países desarrollados como con otros mercados emergentes han aumentado durante la última década, es de esperar que permanezcan relativamente bajas o, al menos, menores que las correlaciones con los países desarrollados, lo cual confirma los beneficios de diversificar una cartera invirtiendo en mercados emergentes.

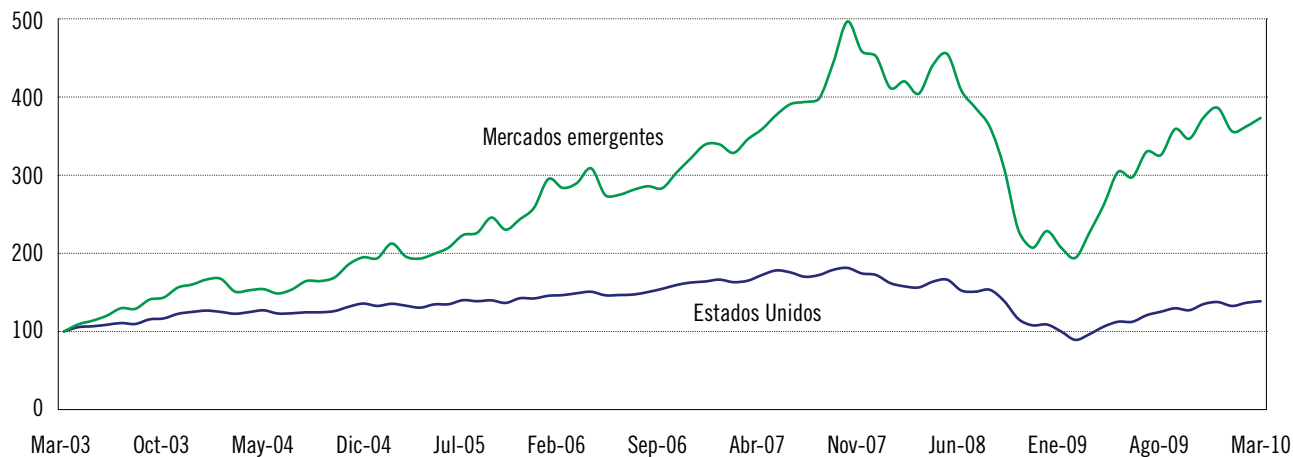
Mito 3: los rendimientos recientes de los mercados emergentes pueden extrapolarse

Los precios de las acciones de los mercados de valores de los países emergentes (medidos en dólares) se cuadruplicaron entre 2003 y 2007, mientras que las acciones de Estados Unidos (medidas por el índice Standard and Poor's 500) subieron solamente setenta por ciento durante el mismo periodo. De manera que la historia reciente de los mercados emergentes muestra una foto muy optimista de los rendimientos que han ofrecido, aun si se consideran los efectos negativos de la reciente crisis financiera global, particularmente en 2008.

Una porción importante de ese rendimiento estelar puede explicarse por la entrada reciente de inversionistas extranjeros en los mercados emergentes, lo que ocasionó un incremento sustancial en la demanda de acciones de empresas de estos países, con el consiguiente aumento de sus precios. Se hace difícil predecir que el incremento de la demanda de acciones de mercados emergentes, por parte de inversionistas de países desarrollados, crecerá en los próximos años como lo hizo en las últimas dos décadas, cuando casi todos esos mercados se encuentran liberalizados y abiertos a los inversionistas de otros países.

Evolución de los precios de las acciones en mercados emergentes y en Estados Unidos, marzo 2003 a marzo 2010

(índices, marzo 2003=100)



Nota: el precio de las acciones en mercados emergentes está medido con el índice EEM, que muestra la evolución de una inversión diversificada en esos mercados a partir del Exchange Traded Fund (ETF) basado en el índice Morgan Stanley Capital Index de mercados emergentes. La evolución del mercado de acciones de Estados Unidos está expresada con el índice SPY, un ETF basado en el índice bursátil Standard and Poor's 500.

Fuente: cifras tomadas de 2010 Yahoo! Inc. (<http://finance.yahoo.com>).

Mito 4: la tasa de descuento aplicable a proyectos de inversión en los mercados emergentes debe incluir una prima por riesgo país

Dado que la mayor parte de los participantes en el mercado están convencidos de que los mercados emergentes son inherentemente riesgosos, debería esperarse una tasa de rendimiento mayor para animarlos a invertir (Sabal, 2002). Una regla intuitivamente atractiva que se ha desarrollado para considerar este problema consiste en añadir una tasa de interés diferencial denominada «prima por riesgo país» a la tasa de rendimiento calculada mediante el modelo de valoración de activos de capital (CAPM, por sus siglas en inglés) para una inversión equivalente en un país desarrollado (Garay y González, 2009).

Este procedimiento puede resultar errado debido a que 1) el riesgo país no es el mismo para todos los proyectos, 2) el riesgo país no es totalmente sistemático y 3) el riesgo de crédito no es equivalente al riesgo país. Sabal argumenta también que los analistas afectan incorrectamente las previsiones de flujo de caja al añadir una prima de riesgo país a la tasa de descuento. Por lo tanto, en muchos casos el riesgo país es erróneamente contabilizado dos veces por los analistas: en los flujos de caja del proyecto y en la tasa de descuento que se le aplica.

Mito 5: los fondos mutuales internacionales y los hedge funds desestabilizan los mercados de capitales emergentes

La información disponible con respecto a este mito es controvertida. Una serie de trabajos muestra que la actividad bursátil de los inversionistas extranjeros contribuye a desestabilizar los mercados de valores locales. Pero otro grupo de autores argumenta que la presencia de inversionistas extranjeros es beneficiosa, pues presiona al alza los precios de las acciones de empresas de mercados emergentes al invertir en ellas. Como resultado, los accionistas locales se favorecen por la apreciación en el valor de sus inversiones, y las empresas se benefician al reducirse el costo del capital que emplean.

Mito 6: la mayoría de los bonos de mercados emergentes son especulativos

En contra de lo que muchas personas piensan, al considerar la inversión en bonos emitidos por empresas o gobiernos de países emergentes, la mayoría de estas emisiones cuenta con calificaciones crediticias correspondientes al grado de inversión (no de especulación); es decir, son relativamente seguras (Mullaney, 2005). Aproximadamente la mitad de las emisiones incluidas en el índice de bonos de mercados emergentes de J. P. Morgan corresponden a la categoría de inversión. Este hallazgo contrasta con los datos correspondientes al período de la crisis mexicana de 1994-1995, cuando eran prácticamente inexistentes las emisiones de empresas o gobiernos de mercados emergentes que alcanzaban el grado de inversión.

Mito 7: la lección de la crisis argentina es no invertir en bonos de mercados emergentes

A comienzos de 2002 el gobierno de Argentina declaró, en medio de una de las peores crisis económicas que ha sufrido ese país, que no se encontraba en capacidad de honrar sus compromisos externos, con lo cual deudas por alrededor de 100 mil millones de dólares (de una deuda total de 141 mil millones) entraron en estado de mora. Este incumplimiento de pagos es considerado el mayor de la historia y

sembró dudas sobre la capacidad de pago de otros mercados emergentes. Previamente, los gobiernos de Rusia (en 1998) y Ecuador (en 1999) habían declarado moratorias en el pago de sus compromisos externos al enfrentar graves dificultades en las balanzas de pagos.

A pesar de estos episodios negativos, las cotizaciones de los bonos de la mayor parte de los mercados emergentes se recuperaron en los años siguientes. Por ejemplo, entre diciembre de 1990 y septiembre de 2004 los bonos de los

Añadir mercados emergentes al portafolio de un inversionista puede reducir el riesgo. Ello se debe a que los mercados emergentes tienen correlaciones bajas con los países desarrollados y con otros mercados emergentes

mercados emergentes registraron un desempeño superior al de las acciones de empresas de Estados Unidos, los bonos corporativos de alto rendimiento de empresas de Estados Unidos y las acciones de empresas de mercados emergentes (Mullaney, 2005). Como sugiere la teoría moderna de portafolios, un portafolio de bonos suficientemente diversificado debería estar en capacidad de soportar (es decir, sin tener que sufrir pérdidas significativas) los efectos de eventos negativos como el incumplimiento de pagos de la deuda de Argentina o de Rusia.

Mito 8: las mejores prácticas de gobierno corporativo no son recompensadas por el mercado en países con instituciones débiles

La información disponible indica que, a pesar de la protección relativamente débil que brindan a los inversionistas, muchos países emergentes ofrecen a las empresas una oportunidad para que se diferencien de las demás, al permitirles enviar señales creíbles y atraer inversionistas mediante la adopción de mejores prácticas de gobierno corporativo. De esta manera, las empresas que deciden implantar, *motu proprio*, tales prácticas pueden sobreponerse al débil ambiente jurídico-institucional del país en el cual operan.

Las prácticas de gobierno corporativo desempeñan un papel importante aun en países donde la protección que brinda el sistema legal es débil (Durnev y Kim, 2005; Garay y González, 2008; Klapper y Love, 2004). Esto es, el empleo de mejores prácticas de gobierno corporativo permite a la empresa, en cierta forma, sobreponerse a los obstáculos y deficiencias que introduce el sistema legal del país donde opera. Los efectos positivos de tales prácticas —que aumente el valor de la empresa en el mercado y baje la tasa de interés a la cual puede endeudarse— se explican por la mayor confianza que generan en el universo de inversionistas.

Mito 9: la integración financiera internacional llevará a la desaparición de los mercados emergentes

Desde mediados de los años noventa, la integración internacional de los mercados de capitales, particularmente en la Unión Europea, ha llevado a algunos analistas a predecir la desaparición de la mayor parte de los mercados emergentes. Sin embargo, la integración creciente de los mercados de capitales internacionales no excluye la necesidad de contar con mercados de capitales locales. Esto se debe a que el acceso a mercados de capitales internacionales —mediante la emisión de recibos de depósitos americanos (ADR) o la participación en iniciativas como la Iniciativa Global de los Mercados de Ca-

pitales (*Global Equity Market Initiative*)— no es apropiado o siquiera factible para todas las empresas; particularmente, para las empresas pequeñas. Por lo tanto, si bien es posible que algunos mercados emergentes pequeños desaparezcan o se «sumerjan» en los próximos años, ello probablemente se deba a factores de tipo político o económico en los respectivos países y no a los efectos de la integración financiera internacional.

Mito 10: los índices bursátiles de mercados emergentes miden la evolución del precio de las acciones de un portafolio diversificado

Con la excepción de los cuatro mayores mercados emergentes (Brasil, Rusia, la India y China, el llamado grupo BRIC) los mercados de capitales emergentes tienden a ser más pequeños y menos diversificados que los mercados de capitales de los países desarrollados. Por ello, es posible conseguir casos en los cuales una empresa o una industria represente un porcentaje del índice bursátil de un mercado emergente que sea mucho mayor que el correspondiente al mercado de capitales típico de un país desarrollado. Por ejemplo, al cierre de 2006, Cantv (antes de ser nacionalizada) representaba cerca del cuarenta por ciento de la capitalización del mercado de la Bolsa de Valores de Caracas. En contraste, la empresa más grande de Estados Unidos en valor de mercado (Exxon-Mobil) representa menos de un cinco por ciento de la capitalización del mercado de capitales de ese país. Con frecuencia, los analistas ignoran este hecho y utilizan índices bursátiles de mercados emergentes como si fuera equivalente a un índice de un mercado diversificado.

Hacia una mejor asignación de los recursos

Es probable que durante los próximos años las economías emergentes continúen creciendo más que las desarrolladas y que, en consecuencia, atraigan cantidades crecientes de capitales. De allí que comprender el funcionamiento de los mercados emergentes es imprescindible para lograr una mejor asignación de los recursos. ■

REFERENCIAS

- Durnev, A. y E. Kim (2005): «To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation». *Journal of Finance* Vol. 60. No. 3.
- Garay, U. y M. González (2008): «Corporate governance and firm value: the case of Venezuela». *Corporate Governance*. Vol. 16, No. 3.
- Garay, U. y M. González (2009): *Fundamentos de finanzas*. Caracas: Ediciones IESA.
- Goetzmann, W. y P. Jorion (1999): «Re-emerging markets». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 34. No. 1.
- Harvey, C. (1995): «Predictable risk and returns in emerging markets». *Review of Financial Studies*. Vol. 8. No. 3.
- Klapper, L. e I. Love (2004): «Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets». *Journal of Corporate Finance*. Vol. 10. No. 5.
- Mullaney, B. (2005): «Emerging market bonds: more to play for». *Hedge funds & alternative investments handbook*. Colchester: The Euromoney.
- Park, K. y A. Agtmael (1993): *The world's emerging stock markets: structure, developments, regulations & opportunities*. Chicago: Probus.
- Sabal, J. (2002): *Financial decisions in emerging markets*. Oxford: Oxford University Press.

Urbi Garay
Profesor del IESA

Ediciones IESA ofrece las mejores publicaciones sobre gerencia adaptadas a la realidad venezolana

COLECCIÓN «LIBROS DE TEXTO»



Está dirigida fundamentalmente a estudiantes y profesores, y ofrece herramientas para enriquecer la experiencia en el aula.

COLECCIÓN «SER GERENTE»



En esta colección los lectores encontrarán herramientas prácticas de estudio o trabajo presentadas en un lenguaje ágil y ameno, sobre los temas de gerencia, negocios y políticas públicas.

SERIE «GERENCIA Y NEGOCIOS»



Abarca los temas gerenciales tradicionalmente tratados en el IESA (finanzas, mercadeo, operaciones, organizaciones, recursos humanos), así como temas sobre desarrollo y competitividad de sectores, países y regiones.

SERIE «POLÍTICAS PÚBLICAS»



Una serie que agrupa a publicaciones sobre temas relacionados con el sector público: gestión pública, finanzas públicas, organización industrial y regulación, política social e instituciones políticas y sociales.

Adquiéralos en las librerías Nacho, Tecnicencia y VDL Books, o contáctenos por los teléfonos (0212) 555.4460 / 4263 o por la dirección electrónica edies@iesa.edu.ve