

**MÁSTER UNIVERSITARIO EN ESTUDIOS AVANZADOS
EN DIRECCIÓN DE EMPRESAS**

**GESTIÓN DE CARTERAS EN MERCADOS EMERGENTES
APLICANDO EL MODELO CAPM**

**[MANAGEMENT OF PORTFOLIOS IN EMERGING MARKETS
APPLYING THE CAPM MODEL]**

TRABAJO FIN DE MÁSTER





Departamento de Economía Financiera y Dirección de Operaciones

Gestión De Carteras En Mercados Emergentes Aplicando El Modelo CAPM

**[Management Of Portfolios In Emerging Markets Applying The CAPM
Model]**

Trabajo Fin de Máster presentado para optar al Título de Máster Universitario en Estudios Avanzados en Dirección de Empresas por Roberto Díaz Simões, siendo el tutor del mismo el Doctor Félix Jiménez Naharro.

Vº. Bº. del Tutor/a:

Alumno/a:

D/Dª.

D/Dª.

Sevilla, junio de 2019



**MÁSTER UNIVERSITARIO EN ESTUDIOS AVANZADOS EN
DIRECCIÓN DE EMPRESAS
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES**

**TRABAJO FIN DE MÁSTER
CURSO ACADÉMICO [2018-2019]**

TÍTULO:

**GESTIÓN DE CARTERAS EN MERCADOS EMERGENTES APLICANDO EL
MODELO CAPM**

**[MANAGEMENT OF PORTFOLIOS IN EMERGING MARKETS APPLYING THE
CAPM MODEL]**

AUTOR/A:

ROBERTO DÍAZ SIMÕES

TUTOR/A:

DR. D. FÉLIX JIMÉNEZ NAHARRO

LÍNEA DE TRABAJO:

FINANZAS INTERNACIONALES

RESUMEN:

El objetivo principal del presente trabajo de investigación es el análisis y determinación de una estrategia de inversión en mercados internacionales, empleando para ello el modelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM por sus siglas en inglés), con objeto de constituir una cartera de inversiones diversificada, rentable y de riesgo aceptable.

Para ello, inicialmente se va a proceder a analizar las perspectivas económicas de los países emergentes seleccionados. Posteriormente, se describirá y aplicará el método CAPM, el cual conlleva la ejecución de los siguientes pasos: extracción de los datos bursátiles del índice MSCI y del resto de países seleccionados, comparar las rentabilidades del índice MSCI con cada uno de los países, calcular el modelo de Sharpe y determinar la línea de mercado o *Security Market Line* (SML).

Finalmente, se elaborará la estrategia óptima de inversión para una cartera de inversiones en tres escenarios diferentes: corto, medio y largo plazo.

ABSTRACT

The aim of the present study is the analysis and determination of an investment strategy in international markets, using the Capital Asset Pricing Model (CAPM for its acronym in English), in order to constitute a diversified investment portfolio, profitable and acceptable risk. To do this, initially we will proceed to analyze the economic perspectives of the selected emerging countries.

Subsequently, the CAPM method will be described and applied, which involves the execution of the following steps: extraction of the stock data of the MSCI index and of the rest of the selected countries, comparing the returns of the MSCI index with each one of the countries, calculating the Sharpe model and determine the market line or Security Market Line (SML).

Finally, the optimal investment strategy for an investment portfolio will be developed in three different scenarios: short, medium and long term.

PALABRAS CLAVE:

Gestión de carteras en mercados emergentes; cartera de inversiones internacionales; inversiones en países emergentes; mercados internacionales; modelo CAPM.

ÍNDICE

CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN	9
1.1. JUSTIFICACIÓN	9
1.2. OBJETIVOS	10
1.3. METODOLOGÍA	10
CAPÍTULO 2. ANÁLISIS DE LOS MERCADOS EMERGENTES SELECCIONADOS	11
2.1. ANÁLISIS DE LOS PAÍSES EMERGENTES.....	11
2.1.1. Hungría	11
2.1.2. Chile.....	13
2.1.3. Colombia	15
2.1.4. Egipto.....	17
2.1.5. Polonia.....	19
2.1.6. Qatar.....	21
2.1.7. República Checa	23
2.1.8. Tailandia	25
2.1.9. Taiwán	27
2.2. ÍNDICE MSCI DE LOS MERCADOS EMERGENTES	29
2.3. ÍNDICES DE LOS PAÍSES EMERGENTES Y SUS MONEDAS	31
2.3.1. Budapest SE (BUX) y moneda de Hungría	31
2.3.2. IPSA y moneda de Chile	31
2.3.3. COLCAP y moneda de Colombia.....	31
2.3.4. EGX 30 y moneda de Egipto.....	32
2.3.5. WIG y moneda de Polonia	32
2.3.6. QTX index y moneda de Qatar.....	32
2.3.7. PX index y moneda de la República Checa	33
2.3.8. SET Index y moneda de Tailandia	33
2.3.9. Taiwan Weight y moneda de Taiwán	34
CAPÍTULO 3. METODOLOGÍA CAPM	35
3.1. EXTRACCIÓN DE DATOS Y COMPARATIVA DE LAS RENTABILIDADES	35
3.2. MODELO DE SHARPE.....	36
3.3. LÍNEA DE MERCADO O SECURITY MARKET LINE (SML)	37
CAPÍTULO 4. APLICACIÓN DEL MODELO CAPM EN LOS MERCADOS EMERGENTES SELECCIONADOS	41

4.1.	MODELO DE SHARPE EN HUNGRÍA.....	41
4.2.	MODELO DE SHARPE EN CHILE.....	42
4.3.	MODELO DE SHARPE EN COLOMBIA.....	44
4.4.	MODELO DE SHARPE EN EGIPTO	46
4.5.	MODELO DE SHARPE EN POLONIA	47
4.6.	MODELO DE SHARPE EN QATAR.....	49
4.7.	MODELO DE SHARPE EN LA REPÚBLICA CHECA.....	51
4.8.	MODELO DE SHARPE EN TAILANDIA	52
4.9.	MODELO DE SHARPE EN TAIWÁN	54
4.10.	LÍNEA DE MERCADO O SML DE LOS PAÍSES SELECCIONADOS	56
CAPÍTULO 5. ELABORACIÓN DE LA ESTRATEGIA DE INVERSIÓN EN PAÍSES EMERGENTES		57
5.1.	ESTRATEGIA DE INVERSIÓN A CORTO PLAZO (INFERIOR AL MES)	57
5.2.	ESTRATEGIA DE INVERSIÓN A MEDIO PLAZO (ENTRE 1 Y 6 MESES).....	60
5.3.	ESTRATEGIA DE INVERSIÓN A LARGO PLAZO (1 AÑO O MÁS)	64
CAPÍTULO 6. CONCLUSIONES.....		71

Relación de Figuras

Figura 2.1. Inversión pública y privada en Hungría	13
Figura 2.2. Consumo e Inversión en Chile	15
Figura 2.3. Evolución de la inflación y política monetaria en Colombia	17
Figura 2.4. Evolución PIB en Egipto.....	19
Figura 2.5. Evolución de la política monetaria (tipos de interés) aplicada por el NPB en Polonia	21
Figura 2.6. Depósitos bancarios comerciales (QAR).....	23
Figura 2.7. Producción Industrial en República Checa.....	25
Figura 2.8. Política Monetaria en Tailandia	27
Figura 2.9. Desempleo y Confianza del Consumidor en Taiwán	29
Figura 3.1. Rentabilidad MSCI y Taiwan Weight	35
Figura 3.2. Modelo de Sharpe (Taiwán)	36
Figura 3.3. Diversificación de una cartera de inversiones	37
Figura 3.4. Línea de mercado o SML (equilibrio)	38
Figura 3.5. Línea de mercado o SML (real).....	39
Figura 4.1. Rentabilidad MSCI y Budapest SE (BUX)	41
Figura 4.2. Modelo de Sharpe Hungría	42
Figura 4.3. Rentabilidad MSCI e IPSA	43
Figura 4.4. Modelo de Sharpe Chile.....	44
Figura 4.5. Rentabilidad MSCI y COLCAP	44
Figura 4.6. Modelo de Sharpe Colombia.....	45
Figura 4.7. Rentabilidad MSCI y EGX 30	46
Figura 4.8. Modelo Sharpe Egipto.....	47
Figura 4.9. Rentabilidad MSCI y WIG	48
Figura 4.10. Modelo de Sharpe Polonia	49
Figura 4.11. Rentabilidad MSCI y QTX	49
Figura 4.12. Modelo de Sharpe Qatar	50
Figura 4.13. Rentabilidad MSCI y PX.....	51
Figura 4.14. Modelo de Sharpe República Checa	52
Figura 4.15. Rentabilidad MSCI y SET	53
Figura 4.16. Modelo de Sharpe Tailandia	54
Figura 4.17. Rentabilidad MSCI y Taiwan Weight	54
Figura 4.18. Modelo de Sharpe Taiwán	55
Figura 4.19. Línea de mercado o SML (equilibrio)	56
Figura 5.1. Rentabilidad última sesión (SML).....	57
Figura 5.2. Rentabilidad último mes (SML)	58
Figura 5.3. Rentabilidad media último mes (SML).....	58

Figura 5.4. Rentabilidad mediana último mes (SML).....	59
Figura 5.5. Rentabilidad último semestre (SML)	61
Figura 5.6. Rentabilidad media último semestre (SML).....	61
Figura 5.7. Rentabilidad mediana último semestre (SML).....	62
Figura 5.8. Rentabilidad último año (SML)	64
Figura 5.9. Rentabilidad media último año (SML)	64
Figura 5.10. Rentabilidad mediana último año (SML).....	65

Relación de Tablas

Tabla 2.1. Pronóstico para Hungría (% anual)	12
Tabla 2.2. Pronóstico para Chile (% anual).....	14
Tabla 2.3. Pronóstico para Colombia (% anual).....	16
Tabla 2.4. Pronóstico para Egipto (% anual).....	18
Tabla 2.5. Pronóstico para Polonia (% anual)	20
Tabla 2.6. Pronóstico para Qatar (% anual)	22
Tabla 2.7. Pronóstico para República Checa (% anual).....	24
Tabla 2.8. Pronóstico para Tailandia (% anual).....	26
Tabla 2.9. Pronóstico para Taiwán (% anual)	28

CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN

En este primer capítulo se van a exponer brevemente las razones por las cuales se ha decidido emprender este trabajo de investigación sobre la creación de una cartera de inversiones en mercados emergentes. A continuación, se van a mostrar los objetivos, tanto estratégicos como tácticos, del mismo. Finalmente, se va a concluir el capítulo con la metodología empleada en la elaboración del presente trabajo de investigación.

1.1. JUSTIFICACIÓN

Hay que tener en cuenta que la inversión en países emergentes es relativamente nueva. En el periodo anterior a la década de los 90, eran pocos los que se atrevían a mirar más allá de sus fronteras para invertir, mucho menos en países en desarrollo. Sin embargo, ya entonces se realizaban estudios que mostraban el potencial beneficio que agregaban estos países a las carteras de los inversores. No obstante, se señalaba que uno de los principales obstáculos que explicaba la reticencia de los inversores a adentrarse en esos países era la falta de información o, si bien dicha información existía, la calidad o fiabilidad de la misma no era muy alta.

Sin embargo, actualmente se considera que los mercados de capital en los países en desarrollo o emergentes se han convertido en una importante clase de activos para diversificar la cartera. De hecho, incluso se sostiene que la mayoría de los beneficios se obtienen al invertir fuera de la región del país de origen.

Otra ventaja que aportan dichos países es la falta de correlación (o muy escasa) con los mercados de países desarrollados. Ello permite que, en situaciones de mal comportamiento de la economía desarrollada (recesión, por ejemplo), los países emergentes muestren o mantengan una evolución positiva, permitiendo de ese modo que los inversores trasladen parte de su capital a estos países y mantengan o incluso aumenten sus rendimientos, al mismo tiempo que reducen el riesgo total de las inversiones en cartera.

Pero las ventajas también se extienden a los propios países receptores de inversiones, pues las mismas suponen en muchos casos una vía para que el país salga de su estado de subdesarrollo, o para impulsar aún más su proceso de crecimiento y desarrollo económico.

Por todo ello, se ha considerado de gran interés el estudio de varios países emergentes con objeto de crear una cartera de inversión diversificada, rentable y de riesgo aceptable.

De forma más personal, la finalidad que se persigue con el presente estudio es la adquisición de conocimientos relativos al ámbito de la gestión de carteras, concretamente la elaboración de una cartera compuesta por activos de países emergentes, así como dar los primeros pasos en el análisis y toma de decisión sobre cuáles de los mismos van a formar parte de la cartera de inversión y en qué porcentaje.

Por último, la correcta realización del trabajo de investigación va a permitir al alumno la finalización del Máster en Estudios Avanzados de Dirección de Empresas por la Universidad de Sevilla y la obtención del correspondiente título de postgrado.

1.2. OBJETIVOS

El objetivo general o estratégico del presente trabajo de investigación es el análisis y determinación de una estrategia de inversión en mercados internacionales, haciendo para ello uso del modelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM por sus siglas en inglés), con objeto de constituir una cartera de inversiones diversificada, rentable y de riesgo aceptable.

Por su parte, los objetivos más específicos o tácticos, se podrían enumerar como sigue:

- ✓ Investigación y análisis de los mercados emergentes
- ✓ Estudio del índice MSCI, por ser el mismo el índice de referencia de los mercados emergentes
- ✓ Estudio del principal índice de los países emergentes seleccionados, así como su moneda
- ✓ Descripción del modelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)
- ✓ Aplicación de dicho modelo a los países emergentes
- ✓ Establecimiento de la estrategia de inversión

1.3. METODOLOGÍA

La metodología de trabajo seguida a la hora de realizar esta investigación ha implicado, en primer lugar, la documentación por parte del alumno y el tutor sobre los diversos mercados o países considerados actualmente como emergentes. Una vez decido inicialmente cuáles eran los países de mayor interés para su estudio, se procedió al análisis de los mismos, principalmente haciendo hincapié en los pronósticos económico-financieros obtenidos de la base de datos ProQuest.

En segundo lugar, se realizó un breve estudio y discusión sobre el método a aplicar, en este caso el método CAPM, con objeto de tener claros los conceptos y los resultados que se podrían esperar de su aplicación.

Seguidamente, se aplicó dicho método (el cual implica la extracción de datos de las cotizaciones del índice de referencia MSCI, así como del resto de índices de los países emergentes, para un periodo aproximado de cinco años. Dichos datos se obtuvieron de la página web de inversiones denominada "Investing.com") al conjunto de los países, logrando así determinar aspectos tales como la rentabilidad anual, el riesgo, el efecto del tipo de cambio y la correlación de cada índice con el MSCI, entre otros.

Posteriormente, y tomando de base el análisis económico-financieros anteriormente mencionado y los resultados obtenidos a través de la aplicación del modelo CAPM, se discutió sobre cuál era la mejor estrategia de inversión, es decir, qué títulos debían de incorporarse a la cartera de inversiones y en qué cuantía o porcentaje.

Finalmente, se procedió a volcar y redactar toda la información obtenida en el presente documento para su posterior entrega y presentación.

Si bien las etapas seguidas fueron las anteriormente descritas, cabe destacar la realización de reuniones de control y orientación realizadas a lo largo de todo el proyecto, las cuales han permitido, por un lado, el adecuado seguimiento por parte del tutor del trabajo elaborado por el alumno, así como su guía y, por otro lado, la correcta ejecución del presente trabajo de investigación.

CAPÍTULO 2. ANÁLISIS DE LOS MERCADOS EMERGENTES SELECCIONADOS

En el segundo capítulo se va a exponer el análisis realizado sobre los países emergentes seleccionados, el índice de referencia de los mercados emergentes (MSCI index), los índices bursátiles correspondientes a los países seleccionados y sus monedas.

2.1. ANÁLISIS DE LOS PAÍSES EMERGENTES

En primer lugar, conviene mencionar el criterio empleado para la selección de los países que se van a analizar a continuación.

El índice MSCI de los mercados emergentes está compuesto por 24 países. De todos ellos se decidió descartar los países emergentes por antonomasia, es decir, los muy conocidos BRICs, por considerarse más interesante, tanto desde un punto de vista de investigación como desde un punto de vista personal, el estudio de otros países emergentes menos conocidos o estudiados. De los restantes, se seleccionaron países que cubrieran todos los continentes. Por ello, los países a analizar son: Chile y Colombia de América Latina; Taiwán y Tailandia de Asia; República Checa, Hungría y Polonia de Europa; Egipto y Qatar de Oriente Medio-África.

2.1.1. Hungría

Hungría es un país de Europa Central, situado en la llanura panónica y cuya capital y ciudad más poblada es Budapest. Además, Hungría pertenece a la Unión Europea como Estado Miembro. También se incluye en la OTAN, la OCDE y dentro del acuerdo de Schengen.

Por otra parte, tras la caída del comunismo en 1989, Hungría siguió una estrategia de liberalización y privatización radical, convirtiéndose en un importante destino para las empresas multinacionales, incluidos los fabricantes de automóviles orientados a la exportación. Como resultado, las exportaciones y la inversión (Hungría es uno de los países líderes de Europa Central y del Este en atraer inversión extranjera directa) se convirtieron en los motores clave del crecimiento. Sin embargo, un largo historial de despilfarro fiscal, incluidas dos crisis (en 1994 y 2008), ha afectado el potencial de crecimiento de Hungría, y su convergencia con la UE ha sido una de las más lentas de la región.

A continuación, se analizan los factores de mayor relieve del pronóstico más inmediato de Hungría:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Demanda Interna	7,7	7,6	2,7	2	1,5	1,5
Consumo Privado	4,8	5,4	3,5	2,4	1,9	1,9
Inversión Fija	18,2	16,5	9,9	2,8	2,2	2,2
Existencias (% del PIB)	-3,5	-4,6	-4,5	-4,7	-4,9	-5
Gasto Público	1,3	-0,5	-0,2	1,2	1,3	1,3
Exportaciones de Bienes y Servicios	4,7	4,7	5,3	3,3	3	3
Importaciones de Bienes y Servicios	7,7	7,1	4,3	2,7	2,4	2,7
Producto Interior Bruto (PIB)	4,4	5	3,9	2,8	2,3	2,1
Producción Industrial	5,3	3,9	5,4	5,3	3,6	2,8
Promedio de Precios al Consumidor	2,3	2,9	3,2	3,1	2,9	2,9
Saldo de la Cuenta Corriente (% del PIB)	2,8	0,5	1,3	1,7	1,1	0,9
Presupuesto del Gobierno (% del PIB)	-2,2	-2,2	-1,9	-1,7	-1,7	-1,7
Deuda Bruta del Gobierno (% del PIB)	73,3	70,8	66,7	62,8	60,9	60,1
Cuenta Corriente (\$ bn)	3,86	0,82	2,07	3,14	2,23	1,93
Balanza Comercial (\$ bn)	2,11	-1,57	-0,68	0,6	-0,11	-0,93
Tasas de Interés a Corto Plazo (%)	0,14	0,12	0,36	0,92	1,45	1,99
Promedio Tipo de Cambio (por euro)	309,3	318,8	318,6	316,9	314,9	313,1

Tabla 2.1. Pronóstico para Hungría (% anual)

Fuente: *Elaboración propia a partir de datos de Country economic forecasts > hungary. (2019). ().* Oxford: Oxford Economics Ltd.

Para el país húngaro se prevé un crecimiento del Producto Interior Bruto (PIB) del 3.9% para este año 2019, tras la expansión del 5.0% en 2018. Sin embargo, hay indicios de una desaceleración en el ritmo de crecimiento del PIB en los próximos años. Por otra parte, existen varios factores de interés en la economía húngara, tales como: la cuenta corriente, el consumo privado, el presupuesto del gobierno y los ingresos procedentes de la Unión Europea (UE), que van a ser analizados a continuación.

Es probable que la cuenta corriente comience a mejorar. Después de un tercer trimestre de 2018 muy débil, las exportaciones de bienes se recuperaron bruscamente en el cuarto trimestre, creciendo un 8.2% intertrimestral. Sin embargo, con importantes revisiones a la baja de los saldos de servicios y de ingresos primarios, el superávit de la cuenta corriente cayó a 0.5% del PIB en 2018. No obstante, con la entrada en operación de las nuevas plantas de automóviles este año, se espera que el balance comience a mejorar ligeramente en 2019-20 hasta el 1.3%, a pesar del debilitamiento de la demanda externa.

El crecimiento del consumo privado se aceleró al 5.4% en 2018, y se espera que se mantenga sólido en un 3.5% en 2019. Ello es debido, por un lado, al acuerdo salarial a seis años mediante el cual el salario mínimo y el "salario mínimo garantizado" se seguirán aumentando (en un 8%) en 2019 y 2020, después de algunas alzas muy sólidas en 2017-2018. Por otro lado, la tasa de desempleo en febrero retrocedió a 3.6% (desde el 3.7% en enero). Sin embargo, estos hechos hacen que, aproximadamente el 90% de las empresas ahora mencionan la mano de obra como un factor que limita la producción. Como tal, se espera que los salarios crezcan aún más este año (aproximadamente un 9% en términos nominales y un 6% en términos reales), impulsando así el consumo privado.

Se considera que el presupuesto se mantiene equilibrado: desde 2015, el déficit presupuestario se ha mantenido cercano al 2% del PIB (muy por debajo del criterio de Maastricht del 3%). En 2018, el patrón continuó y el déficit se mantuvo sin cambios en el 2.2% del PIB, (por debajo del 2.4% originalmente planeado por el gobierno) ya que los ingresos fiscales más altos que los esperados (en parte debido al sistema tributario

introducido recientemente) ayudaron a compensar los mayores gastos resultantes del "presupuesto electoral". De cara al futuro, se espera que el déficit caiga ligeramente por debajo del 2% del PIB (1.9% previsto para este año 2019), ya que los altos niveles de empleo continúan proporcionando una base impositiva estable a pesar de las bajas tasas impositivas del país.

Altos ingresos procedentes de los fondos de la UE: en el periodo comprendido entre 2014-2020, Hungría está recibiendo 25 bn de euros del Fondo Europeo Estructural y de Inversión (equivalente a aproximadamente el 25% del PIB nominal en 2017). Según el Ministerio de Finanzas, Hungría ya ha recaudado el 31% de estos fondos (por encima del promedio del 27% de los Estados Miembros de la UE), y el gobierno ha desembolsado el 65% de los fondos disponibles. A pesar de que el pico de absorción ha terminado, la cantidad restante debe seguir apoyando el crecimiento de la inversión (especialmente en ingeniería civil).

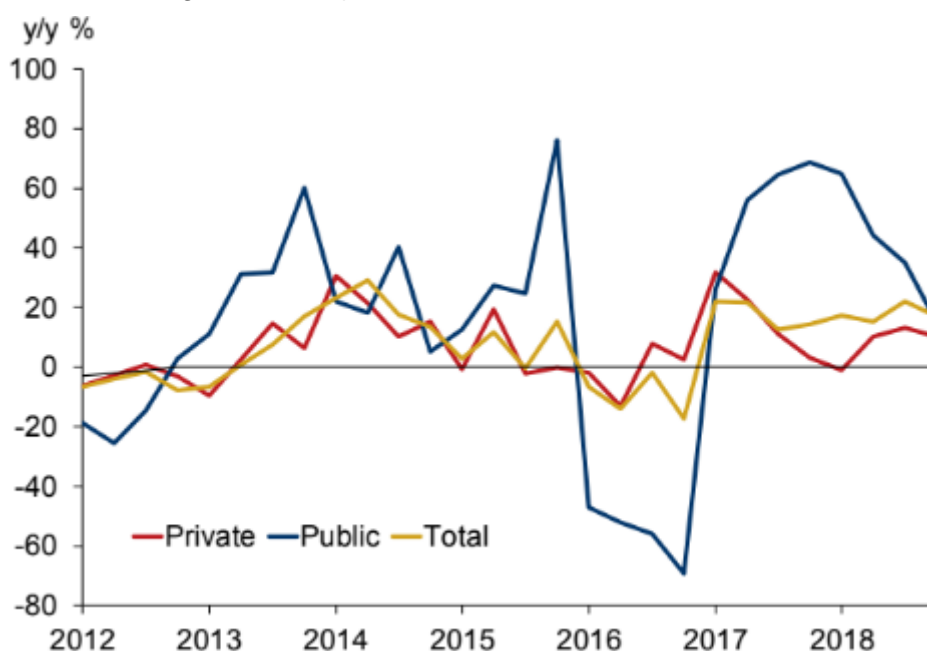


Figura 2.1. Inversión pública y privada en Hungría

Fuente: Country economic forecasts > hungary. (2019). (). Oxford: Oxford Economics Ltd.

2.1.2. Chile

Chile es un país situado en el extremo sudoeste de América del Sur. El nombre oficial del país es República de Chile y cuya capital y ciudad más poblada es Santiago.

En la década de 1990, el gobierno centrista posterior a Pinochet se comprometió a reducir la pobreza y realizar importantes reformas económicas. Como resultado, las tasas de pobreza se redujeron en casi un 50%, hasta un 14.4% en 2013, mientras que el PIB per cápita (PPA) alcanzó los 24.537 dólares en 2017, el más alto de la región. En la década del 2000, un aumento en los precios de los productos básicos, el "superciclo de los productos básicos", permitió que la economía se expandiera a un promedio de 4.5% anual entre 2002 y 2013. Sin embargo, a principios de 2013, los precios del cobre comenzaron a caer y la normalización provocó una fuerte salida de capital de los mercados emergentes. Desde entonces, los precios del cobre han seguido cayendo con el declive de las perspectivas económicas chinas, generando efectos negativos para el resto de la economía. El final del superciclo de productos básicos y las salidas de capital se produjo una importante depreciación de la moneda, aumentando así las presiones inflacionarias. No obstante, Chile es un país sólido en términos macroeconómicos: el déficit de la cuenta corriente se ha contenido, la deuda

pública neta es insignificante, las expectativas de inflación están bien ancladas y el sistema financiero está bien regulado.

A continuación, se analizan los factores de mayor relieve del pronóstico más inmediato de Chile:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Demanda Interna	3,2	4,8	2,8	2,5	2,2	2,4
Consumo Privado	3	4	3	2,7	2,5	2,5
Inversión Fija	-2,7	4,6	4,1	3,1	2,8	2,7
Existencias (% del PIB)	0,7	1,6	1,3	1	0,7	0,5
Gasto Público	4,4	2,2	2,2	2,6	2,6	2,6
Exportaciones de Bienes y Servicios	-1,2	5,1	2,3	2,8	3	3,1
Importaciones de Bienes y Servicios	4,8	7,6	1,5	2,2	2,9	2,9
Producto Interior Bruto (PIB)	1,5	4	3	2,7	2,2	2,4
Producción Industrial	-1,1	2,9	2,5	3,4	3,3	3,3
Promedio de Precios al Consumidor	2,2	2,3	2,2	2,9	3	3
Presupuesto del Gobierno (% del PIB)	-2,7	-1,7	-1,6	-1,4	-1,3	-1,2
Deuda Bruta del Gobierno (% del PIB)	22,7	24,7	25,9	26	26,2	26,3
Balanza Comercial (\$ bn)	7,4	4,7	3,9	4,6	6,4	7,3
Cuenta Corriente (\$ bn)	-6	-9,2	-9,1	-7,8	-6,2	-5,4
Saldo de la Cuenta Corriente (% del PIB)	-2,1	-3,1	-3	-2,3	-1,7	-1,4
Tasas de Interés a Corto Plazo (%)	2,9	2,67	3,1	3,56	4,06	4,25
Promedio Tipo de Cambio (por dólar US)	649	641	658	627	613	605

Tabla 2.2. Pronóstico para Chile (% anual)

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Country economic forecasts > chile. (2019). (). Oxford: Oxford Economics Ltd.

En el presente análisis cabe destacar los siguientes aspectos de la situación y perspectivas de la economía chilena:

En primer lugar, las cuentas nacionales para el cuarto trimestre de 2018 fueron mejores de lo esperado, con un crecimiento del 1.3% intertrimestral impulsando al conjunto de 2018 a una expansión del 4.0% en el Producto Interior Bruto (PIB). Este desempeño fue significativamente más fuerte que lo que los datos mensuales de actividad habían sugerido. Por el contrario, los datos de actividad para 2019 se muestran débiles hasta el momento, con un crecimiento en enero de tan solo el 0.1% y una contracción del 0.2% en febrero. No obstante, por el momento se mantienen las previsiones de crecimiento del PIB en un 3.0% para este 2019, mientras que para el próximo año se prevé una desaceleración hasta el 2.7% y en 2021 hasta el 2.2%.

En el cuarto trimestre de 2018 se registró un fuerte incremento del consumo, concretamente del 3.78%, esperándose también un sólido crecimiento de dicho consumo en el primer trimestre, en torno al 3.0%. Ello se explica por las previsiones de aumento del salario real superiores al 2% este año, unido a las bajas tasas de interés que favorecen el incremento constante del crédito. Sin embargo, existen riesgos a la baja debido a unas perspectivas de empleo más suaves (en torno al 1.0% en 2019). Además, en el mismo periodo se logró un sólido crecimiento de la inversión, concretamente del 5.39%, motivado por una confianza empresarial muy positiva, un aumento del crédito a las empresas del 10% y reformas impositivas favorables. Sin embargo, este buen comportamiento en los datos del consumo y la inversión parecen suponer un techo para el futuro más inmediato.

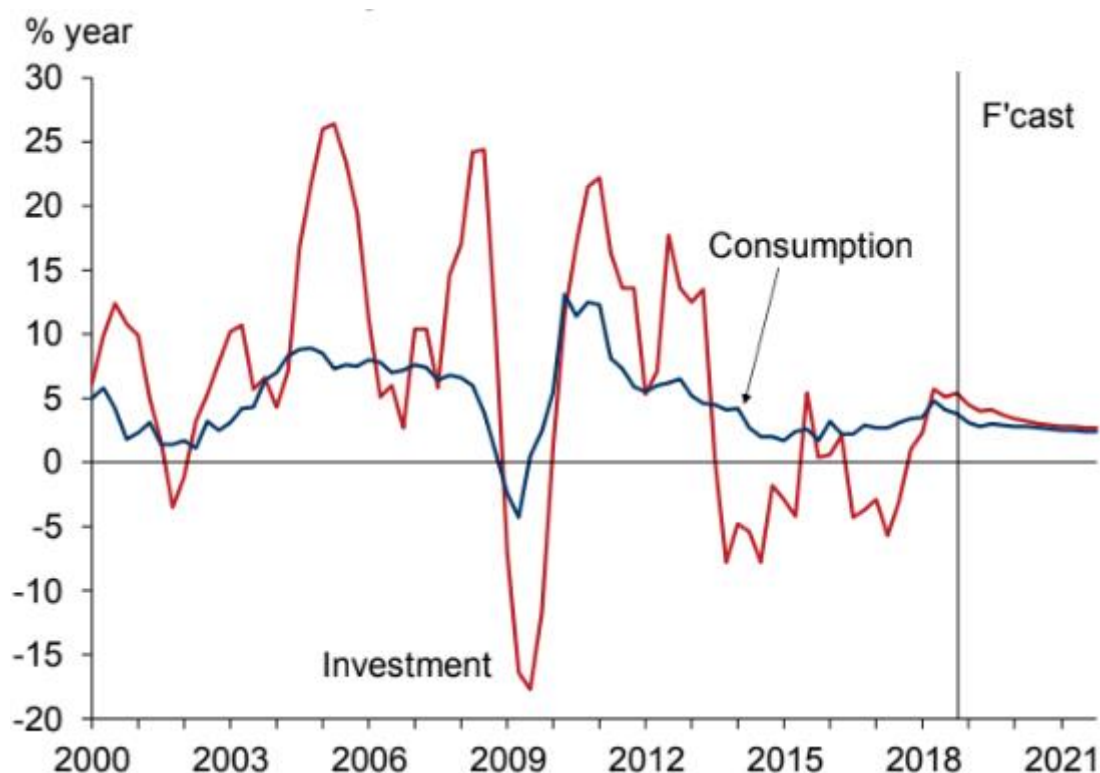


Figura 2.2. Consumo e Inversión en Chile

Fuente: Country economic forecasts > chile. (2019). (). Oxford: Oxford Economics Ltd.

Si bien la demanda interna puede disminuir a lo largo del año (del 4.8% en 2018 al, previsiblemente, 2.8% en 2019), hay indicios de que el comercio neto podría sorprender al alza. El primer trimestre de este año experimentó un déficit en la cuenta corriente menor al esperado, ya que los precios del cobre aumentaron (un 8% desde finales de 2018) y los precios del petróleo bajaron. Sin embargo, como la mayor parte de la sorpresa proviene de las importaciones, la previsión de un déficit de cuenta corriente del 3.0% del PIB puede ser consecuencia de una demanda más lenta en lugar de un gran impulso de los volúmenes de exportación, los cuales, en medio de la guerra comercial entre Estados Unidos y China, se espera que alcancen el 2.3% en 2019.

Por último, la inflación del IPC subió al 2.0% en marzo (tras haber estado en 1.8% y 1.7% en enero y febrero, respectivamente), nuevamente dentro del objetivo de 2-4%. Además, se prevé una inflación del 2.7% al término de 2019, aunque los precios de los alimentos podrían crear riesgos al alza. A pesar del aumento en la inflación general, las expectativas se han mantenido por debajo del objetivo del 3% y el Banco Central de Chile (BCCh) ha dejado en claro que es poco probable que en 2019 vaya a haber nuevas subidas en los tipos de interés, terminando los mismos en torno al 3.0% este año.

2.1.3. Colombia

Colombia es un país ubicado en la región noroccidental de América del Sur. El nombre oficial del país es República de Colombia y cuya capital y ciudad más poblada es Bogotá.

Colombia construyó su economía a partir de las exportaciones de café a principios del siglo XX, pero se diversificó a partir de los años sesenta. El país tiene una larga reputación de prudencia fiscal y fue la única economía importante en la región que escapó del impago en la crisis de la deuda latinoamericana de los años ochenta. Sin embargo, desde mediados de la década de 1960, Colombia sufrió un conflicto

sangriento entre fuerzas gubernamentales y las Fuerzas Armadas Revolucionarias de Colombia (FARC). Además de la enorme pérdida de vidas, el conflicto generó costos económicos y disuadió a los inversores. Después de que las políticas imprudentes de los 90 provocaran una reacción negativa en el mercado, el gobierno modificó el tipo de cambio y llegó a acuerdos con el FMI. Desde entonces, la economía colombiana se ha modernizado ampliamente. Posee un banco central con metas de inflación, un sector financiero bien desarrollado y desequilibrios contenidos. Se llegó a un acuerdo de paz con las FARC en 2016, que marca el final del conflicto interno. Hoy en día, Colombia se encuentra en una posición estructuralmente sólida y se ha incorporado a la OCDE.

A continuación, se analizan los factores de mayor relieve del pronóstico más inmediato de Colombia:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Crecimiento del PIB Real (% año)	1,4	2,7	3	3,3	3,2	3,3
IPC Inflación (Promedio %)	4,3	3,2	3	3	3	3
Exportaciones de Bienes (\$ bn)	39,7	44,3	43	45,8	49,7	539
Exportaciones de Servicios (\$ bn)	8,4	9	9,8	10,3	10,9	11,6
Importaciones de Bienes (\$ bn)	44,2	49,6	51,6	54	56,9	60
Importaciones de Servicios (\$ bn)	12,4	13,3	13,9	14,8	15,7	16,7
Exportaciones de Bienes (% año)	16,4	11,7	-3	6,5	8,5	8,5
Importaciones de Bienes (% año)	2,3	12,2	4	4,7	5,3	5,5
Cuenta Corriente (\$ bn)	-10,3	-12,7	-13,8	-14,1	-13,8	-13,5
Saldo de la Cuenta Corriente (% del PIB)	-3,3	-3,8	-4,1	-3,9	-3,5	3,2
Tipo de Cambio por U SD (promedio del año)	2951	2956	3114	3050	2971	2922
Total de la Deuda Externa (\$ bn)	124,4	135,7	147,1	158,6	169,9	181,3
Balance del Gobierno (% del PIB)	-3,3	-3	-2,5	-2,4	-2,1	-1,8
Deuda Bruta del Gobierno (% del PIB)	49,8	50	49,5	48,9	48,1	47
Población (millones)	49	49,4	49,8	50,2	50,5	50,9
PIB Nominal (\$ bn)	311,8	330,2	333	631,8	394,7	426,9
PIB per Cápita (precios corrientes \$)	6360	6680	6684	7204	7808	8392

Tabla 2.3. Pronóstico para Colombia (% anual)

Fuente: *Elaboración propia a partir de datos de Country economic forecasts > colombia. (2019). (). Oxford: Oxford Economics Ltd.*

En términos generales, se puede extraer una evolución y perspectivas positivas para el Producto Interior Bruto (PIB) del país. En el año 2017 el PIB creció un 1.4%, en 2018 creció un 2.7%, mientras que para el año 2019 se prevé un crecimiento cercano al 3%. Dicha previsión viene motivada por varios factores: el crecimiento sólido de los ingresos y la inflación contenida deberían respaldar el gasto del consumidor, mientras que los sentimientos positivos del PMI y los proyectos de infraestructura deberían impulsar la inversión.

Por otro lado, las grandes salidas de ingresos primarios se han combinado con una sólida demanda, logrando elevar las importaciones e incrementar así el déficit de la cuenta corriente en 2018 al 3.8% del PIB, frente al 3.3% del año anterior. Además, se espera que las importaciones continúen creciendo en 2019, mientras que los precios, más o menos constantes (en torno a los 65 dólares el barril), del petróleo atenuarán los valores de las exportaciones. Como resultado, el pronóstico sobre el déficit de la cuenta corriente para el presente año 2019 se estima en 4.1%. Para el peso colombiano (COP), el impacto de los precios bajos del petróleo debe equilibrarse con las sólidas perspectivas de crecimiento y una tasa de interés relativamente alta, esperándose, por lo tanto, una apreciación gradual de la moneda para este 2019.

Por su parte, la inflación, tras un largo proceso de desinflación comenzado en el año 2016 cuando se alcanzó un máximo en 16 años de alrededor del 9%, finalmente alcanzó el objetivo del 3%, exactamente en febrero de este año. El Banco Central

(BanRep) ha mantenido los tipos de interés en 4.25% (la cual se estima que está apenas por debajo de la tasa neutral del 4.5%) durante casi un año. Si bien es poco probable que haya una mayor desaceleración, la perspectiva sobre un aumento de tipos de interés en 2019 es poco probable, trasladándose dicha posibilidad de aumento a 2020, dada una inflación constante y dentro del objetivo. Si bien la recuperación de la actividad puede mejorar el crecimiento, se considera que una Fed moderada y las expectativas de inflación que convergen con el objetivo evitarán cualquier impulso agresivo.

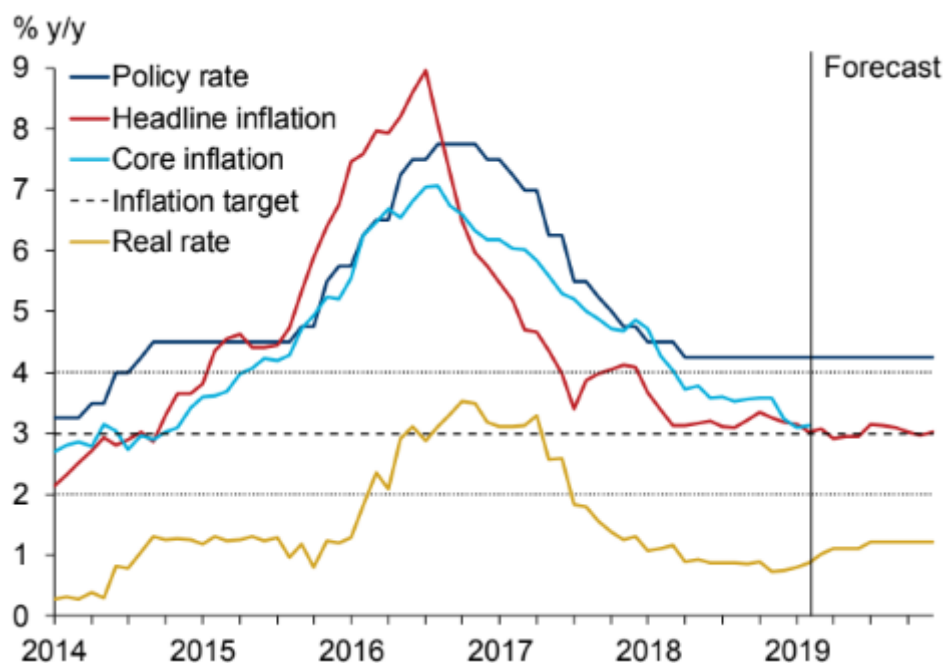


Figura 2.3. Evolución de la inflación y política monetaria en Colombia

Fuente: *Country economic forecasts > colombia*. (2019). (). Oxford: Oxford Economics Ltd.

Por último, los datos del cuarto trimestre muestran noticias mixtas en los desequilibrios macroeconómicos de Colombia. Un año notablemente rentable para la compañía petrolera nacional, Ecopetrol, significó un dividendo del 0.4% del PIB para el estado, el doble de la ganancia esperada. Esto debería cubrir el agujero en los planes fiscales actualmente propuestos para 2019, reduciendo el déficit a 2.5% del PIB para este año. Más allá de este año la perspectiva es la siguiente: los ingresos constantes basados en el petróleo y las reformas fiscales parciales deberían reducir gradualmente el déficit en los próximos años, reduciendo la relación deuda / PIB al 46% para 2023 desde el 50% en 2018. Pero esta perspectiva enfrenta riesgos políticos, especialmente si la recaudación de ingresos se reemplaza con recortes de gastos como el principal medio de consolidación fiscal.

2.1.4. Egipto

Egipto es un país transcontinental situado principalmente en el extremo noreste de África, aunque también ocupa parte de la península de Sinaí, en Asia. El nombre oficial del país es República Árabe de Egipto y cuya capital y ciudad más poblada es El Cairo.

La economía egipcia está bien diversificada y algunos de los subsectores más importantes son los hidrocarburos, la manufactura, el turismo, los servicios financieros y la construcción. Además, el Canal de Suez y las remesas son fuentes importantes de ingresos en divisas para el país. El gobierno sigue teniendo una gran presencia en la economía. De hecho, el sector público representa el 40% del PIB. Sin embargo, la participación del Estado está altamente concentrada en algunos sectores como el petróleo y el gas (donde la Corporación General de Petróleo de Egipto domina el

sector), agua, alcantarillado, electricidad, servicios financieros, seguros y seguridad social. En cambio, los sectores agrícola, minero, construcción, transporte, telecomunicaciones, comercio minorista, turismo e inmobiliario son principalmente dirigidos por el sector privado.

A continuación, se analizan los factores de mayor relieve del pronóstico más inmediato de Egipto:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Crecimiento del PIB Real (% año)	4,3	4,1	5,3	5,5	5,6	5,5
IPC Inflación (Promedio %)	13,8	29,5	14,4	10,8	10	9,3
Exportaciones de Bienes (\$ bn)	20	23,3	28	29,5	32,7	36,6
Exportaciones de Servicios (\$ bn)	13,6	19,5	23,6	27,1	30,1	33,1
Importaciones de Bienes (\$ bn)	51,1	52,4	57,6	61,1	66,2	71,2
Importaciones de Servicios (\$ bn)	17,2	17,8	18	19	20,3	21,8
Exportaciones de Bienes (% año)	5,2	16,6	20,2	5,3	10,8	11,8
Importaciones de Bienes (% año)	1,3	2,6	10	6,1	8,3	7,5
Cuenta Corriente (\$ bn)	-20,5	-7,9	-8	-6,3	-7,6	-8,2
Saldo de la Cuenta Corriente (% del PIB)	-6,9	-3,5	-2,2	-2	-2,1	-2
Tipo de Cambio por USD (promedio del año)	10	17,8	17,8	17,7	18,3	19,1
Total de la Deuda Externa (\$ bn)	67,6	82,9	94,5	102,8	112,2	122
Balance del Gobierno (% del PIB)	-12	-10,7	-9,5	-8,5	-7,6	-6,8
Población (millones)	95,6	97,4	99,3	101,1	102,9	104,6
PIB Nominal (\$ bn)	298,2	229,3	276,6	324	364,2	402,8
PIB per Cápita (precios corrientes \$)	3119,1	2353,4	2786,5	3204,3	3537,7	3848,8

Tabla 2.4. Pronóstico para Egipto (% anual)

Fuente: *Elaboración propia a partir de datos de Country economic forecasts > egypt. (2019). ().* Oxford: Oxford Economics Ltd.

En Egipto se prevé un crecimiento económico (o del PIB) cercano al 5.5% para el año fiscal 2018/2019 (año fiscal, julio de 2018 - junio de 2019), continuando así con el buen comportamiento vivido en los últimos años.

Los flujos de inversión en curso y el aumento del gasto de capital están apoyando a la economía. Además, una mejora en el Índice de Gerentes de Compras (PMI), a su nivel más alto en siete meses, es una señal positiva de la recuperación de las condiciones comerciales. Sin embargo, los costos de producción y el consumo de las empresas seguirán siendo lastrados por las nuevas reformas energéticas en el segundo semestre de 2019.

Los riesgos al alza del precio mundial del petróleo parecen más evidentes a medida que el precio del petróleo crudo Brent continúa aumentando, lo que tiene implicaciones negativas para la inflación y la actividad económica en general. Las reformas para alentar la participación y la inversión del sector privado están tomando forma, pero el progreso probablemente se desacelerará después de la conclusión del programa del FMI de este año.

El crecimiento económico a mediano plazo se sustenta en la mejora de las finanzas fiscales, las reformas para fortalecer el entorno empresarial y el aumento de la inversión en sectores clave. El aumento de la producción de gas natural apoyará el crecimiento del sector industrial y brindará al país la oportunidad de comenzar a exportar gas natural. Sin embargo, las restricciones estructurales, como el alto desempleo juvenil, las malas condiciones del mercado laboral y la debilidad de la atención médica y la educación, mantienen el pronóstico de crecimiento ligeramente moderado. Se pronostica que el crecimiento del PIB real aumentará a 5.6% en el año fiscal 2019/20, y promediará en 5.4% durante los próximos tres ejercicios fiscales.

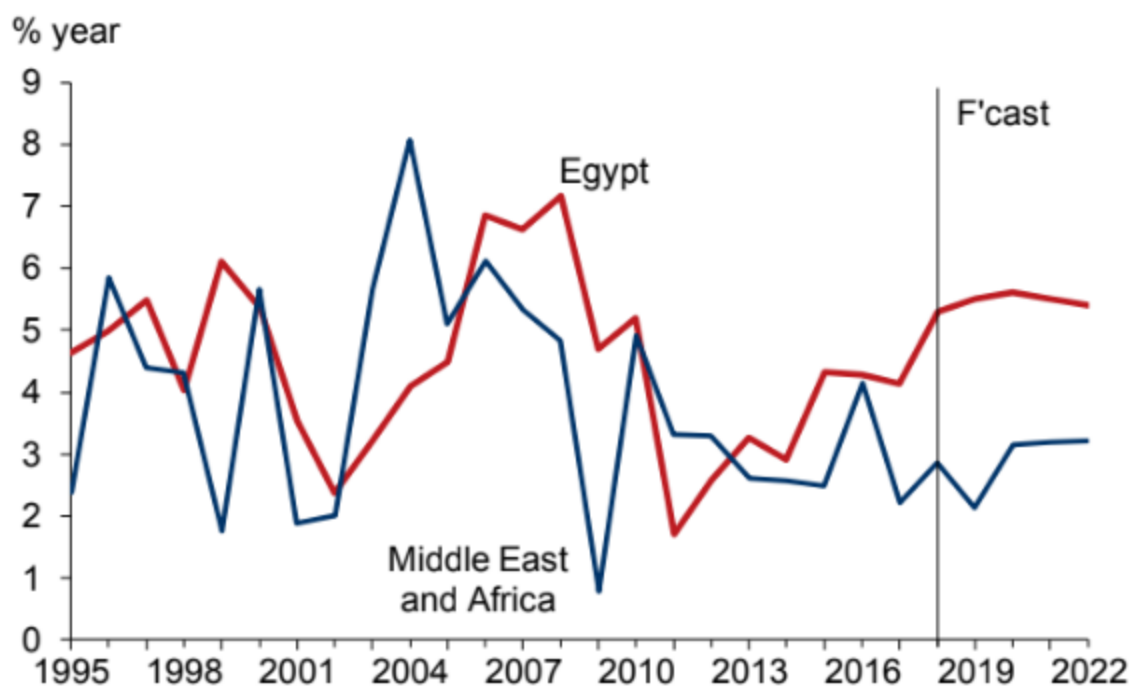


Figura 2.4. Evolución PIB en Egipto

Fuente: *Country economic forecasts > egypt. (2019). (). Oxford: Oxford Economics Ltd.*

Por otra parte, la consolidación fiscal sigue su curso gracias al fuerte crecimiento de los ingresos, así como a la disminución del gasto en subsidios. Se prevé que el déficit fiscal se reduzca al 8.5% del PIB en el ejercicio fiscal 2018/19, frente al 9.5% del PIB en el ejercicio fiscal 2017/18. La inversión de capital está programada para recuperarse este año, mientras que las reformas energéticas en curso facilitarán una disminución en el proyecto de ley de subsidios. La deuda pública se ve cayendo por debajo del 80% del PIB para el año 2023.

Finalmente, las presiones inflacionarias se han incrementado en los últimos tiempos debido a la reciente recuperación de los precios del petróleo crudo Brent (por encima de los 70 dólares el barril), y se espera que aumenten en el segundo semestre tras la reanudación de las reformas de los subsidios a la energía. Se prevé que la inflación de los precios al consumidor alcance de media el 10.8% este año, antes de caer a 10.0% en 2020. En este escenario, se considera que lo más factible es una política monetaria cautelosa por parte del Banco Central de Egipto (CBE, por sus siglas en inglés), el cual se mantendrá prudente a la hora de realizar disminuciones en los tipos de interés.

2.1.5. Polonia

Polonia es un país situado en el centro de Europa, miembro de la Unión Europea, y cuya capital y ciudad más poblada es Varsovia. El nombre oficial del país es República de Polonia.

Tras perseguir una importante reestructuración y liberalización desde la caída del comunismo en 1989, Polonia ha experimentado un crecimiento sostenible liderado por los consumidores y respaldado por importantes aumentos de productividad y acumulación de capital. También ha desarrollado uno de los mercados de capital más avanzados de Europa, convirtiéndose en un centro financiero para la región. La integración con la UE vino acompañada de grandes entradas de IED, lo que le permitió conectarse a las cadenas de suministro automotrices alemanas y mejorar la intensidad tecnológica de sus exportaciones. Además, la inversión se ha visto significativamente impulsada por los fondos de inversión de la UE, que representaron alrededor del 3% del PIB entre 2007 y 2015. Como resultado, los niveles de ingresos aumentaron del 37,6% de la media de la UE-15 en 1996 al 65% en 2015, el ritmo más rápido de

convergencia entre las economías de la CEE. Más recientemente, sin embargo, las reformas estructurales se han estancado y la convergencia se ha ralentizado. El gobierno conservador de Polonia, liderado por la Ley y la Justicia, se ha embarcado en una agenda política expansiva e intervencionista, que puede estimular el crecimiento a corto plazo, pero podría socavar la sostenibilidad fiscal en el mediano plazo.

A continuación, se analizan los factores de mayor relieve del pronóstico más inmediato de Polonia:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Demanda Interna	4,9	5,3	3,7	3,8	3	2,6
Consumo Privado	4,9	4,6	4,7	3,6	2,8	2,6
Inversión Fija	3,5	7,4	6,6	6,2	5,2	4,2
Existencias (% del PIB)	3,4	3,7	2,7	2,4	2	1,6
Gasto Público	3,2	3,5	3,5	3,1	3,1	3,2
Exportaciones de Bienes y Servicios	9,1	6,5	4,7	4	4,5	4,2
Importaciones de Bienes y Servicios	9,7	7	5	5,3	5	4,6
Producto Interior Bruto (PIB)	4,8	5,1	3,5	3,2	2,7	2,4
Producción Industrial	6,7	5,8	2,9	3,8	2,9	2,9
Promedio de Precios al Consumidor	2	1,8	1,7	2,2	2,4	2,5
Presupuesto del Gobierno (% del PIB)	-1,4	-0,8	-1,5	-1,8	-1,8	-1,6
Deuda Bruta del Gobierno (% del PIB)	52,7	49,9	47,4	45,3	43,7	42,8
Balanza Comercial (\$ bn)	1,5	-5,6	-11,4	-17,3	-21,1	-24,1
Cuenta Corriente (\$ bn)	0,5	-3,9	-10,5	-12,8	-13,9	-14,8
Saldo de la Cuenta Corriente (% del PIB)	0,1	-0,7	-1,8	-1,9	-1,9	-1,9
Tasas de Interés a Corto Plazo (%)	1,53	1,51	1,52	1,61	1,91	2,31
Promedio Tipo de Cambio (Zloty por Euro)	4258	4262	4278	4231	4194	4157

Tabla 2.5. Pronóstico para Polonia (% anual)

Fuente: : *Elaboración propia a partir de datos de Country economic forecasts > poland. (2019).*
(). Oxford: Oxford Economics Ltd.

Polonia tiene previsto un crecimiento del PIB del 3.5% para este año 2019. No obstante, la desaceleración del crecimiento en relación al año anterior (5.3%) es clara. Entre los factores que explican dicha moderación se encuentra un peor comportamiento por parte de la demanda externa y restricciones en la oferta. Además, existen riesgos moderados al alza para la demanda interna debido a un paquete de estímulo fiscal para el año electoral. Para 2020, se espera que el crecimiento disminuya aún más hasta el 3.2%, ya que el consumo y la inversión se prevén a la baja.

Con respecto a la evolución de la inversión en Polonia, el aumento del 3.5% en la inversión fija en 2017 fue moderado en comparación con el resto de la Comunidad Económica Europea (CEE). Pero en 2018, el crecimiento de la inversión se aceleró fuertemente hasta alcanzar el 7.4%, con un pronóstico del 6.6% para el año 2019, impulsado por la absorción de los fondos de la Unión Europea (UE) y las empresas que buscan ampliar su capacidad. Después de un comienzo lento en 2017, la inversión financiada por la UE se recuperó considerablemente en 2018, con transferencias que alcanzaron los 1.000 millones de euros al mes en junio-agosto. Esto ha impulsado una sólida construcción de ingeniería civil, que se desaceleró moderadamente en el cuarto trimestre, para luego volver a recuperarse en el primer trimestre de este año, alcanzando el 13% interanual en febrero. Si bien los recursos están muy extendidos, la incertidumbre de las políticas es un riesgo para las perspectivas de inversión. La inversión del sector privado, por su parte, está creciendo a un ritmo más lento que la inversión pública, con la disponibilidad de personal y la incertidumbre regulatoria como las restricciones clave (según las últimas encuestas del Banco Europeo de Inversiones (BEI)). Los préstamos impulsados por las inversiones

se desaceleraron el año pasado. Por todo ello, se realiza un pronóstico a la baja en el terreno de la inversión para el año 2019.

Por último, la inflación volvió a subir al 1.7% en marzo, impulsada principalmente por la aceleración de los precios de los alimentos y el transporte. A pesar del crecimiento del salario real de alrededor del 6%, la inflación alcanzó un mínimo de 0.7% en enero, empujado hacia abajo por los precios de los alimentos y la energía. Hasta cierto punto, la gran afluencia de migrantes ucranianos (aproximadamente 1-1.5m desde 2014) está ayudando a aliviar las tensiones en el mercado laboral, pero esto afecta principalmente a los sectores de bajos salarios. Además, la mayor parte de la producción se destinó a la creación de existencias, en lugar de ser absorbida por la demanda interna o externa final, lo que también puede haber aliviado las presiones sobre los precios. Por tanto, si bien la inflación va en aumento, como se ha comentado anteriormente, está todavía muy por debajo del objetivo del 2.5%, apoyando así la postura de política moderada del Banco Nacional de Polonia (NBP). De hecho, el pasado mes de enero el gobernador de NBP, Glapinski, dijo que los tipos de interés se mantendrían sin cambios alrededor del 1.5% hasta 2022, fortaleciendo así el sesgo moderado del banco.

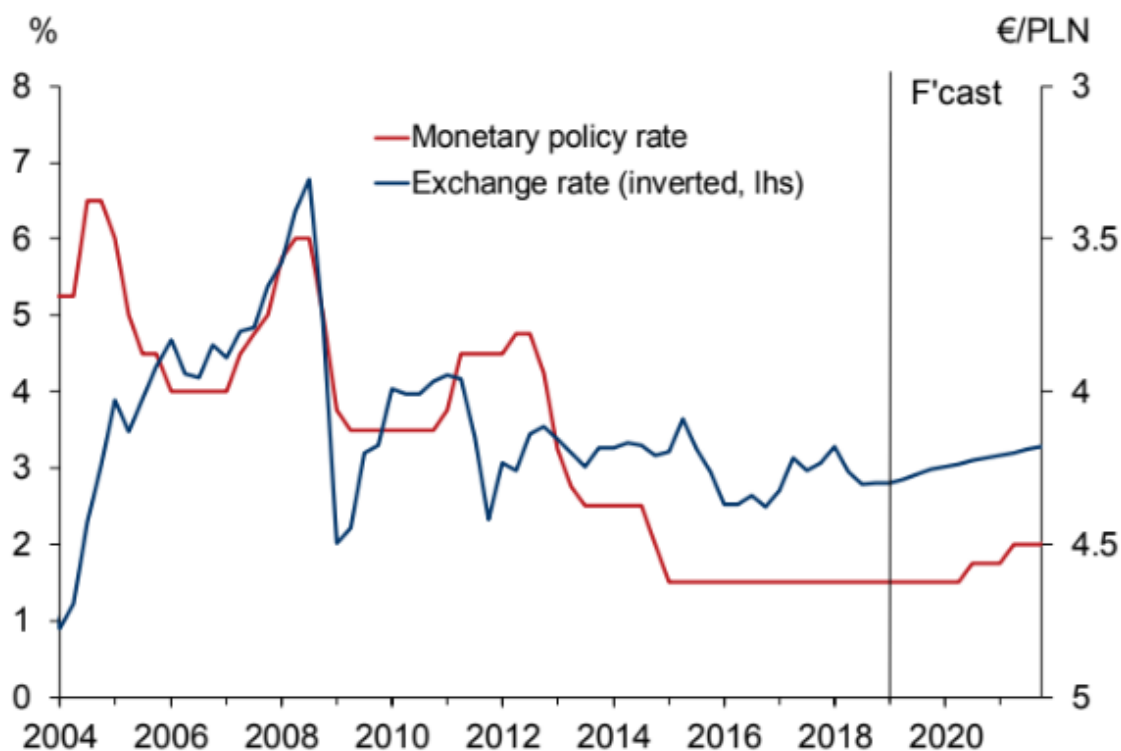


Figura 2.5. Evolución de la política monetaria (tipos de interés) aplicada por el NBP en Polonia

Fuente: *Country economic forecasts > poland*. (2019). (). Oxford: Oxford Economics Ltd.

2.1.6. Qatar

Qatar es un país situado al oeste de Asia, concretamente ocupa la península de Catar al este de la península arábiga. El nombre oficial del país es Estado de Catar y cuya capital y ciudad más poblada es Doha.

Qatar es uno de los seis Estados independientes del Golfo en el sur del Golfo Pérsico, rodeado por Arabia Saudita, Bahrein, los Emiratos Árabes Unidos e Irán. Es una monarquía absoluta que está dando sus primeros pasos hacia la democracia. Aunque ha sido independiente de Bahrein desde mediados del siglo XIX, no se convirtió en un Estado soberano totalmente independiente hasta 1971, después de la retirada de los británicos y los Emiratos Árabes Unidos. El país se ha transformado rápidamente, primero desde el descubrimiento de petróleo y más recientemente a través de la fuerte

inversión en gas natural licuado (GNL). En línea con la expansión económica, el PIB per cápita también se ha incrementado rápidamente para hacer de Qatar oficialmente el país más rico del mundo. Además, posee uno de los sistemas de educación y bienestar gratuitos y más avanzados del Golfo. Una fuerte estrategia de inversión y diversificación ha transformado la economía, permitiendo duplicar el PIB y las exportaciones en cinco años y producir excedentes presupuestarios y de cuenta corriente. El superávit fiscal fue de alrededor del 15.5% del PIB en 2013/14 y el superávit de la cuenta corriente ha sido de alrededor del 15-30% del PIB en los últimos años hasta la caída del precio del petróleo.

A continuación, se analizan los factores de mayor relieve del pronóstico más inmediato de Qatar:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Crecimiento del PIB Real (% año)	1,6	2,1	3,3	3,2	3,6	3,6
Sector Hidrocarbón	-0,7	-0,8	1,3	1,4	1,5	1,5
Sector No-Hidrocarbón	3,9	4,8	5,2	4,7	5,3	5,2
IPC Inflación (Promedio %)	0,4	0,2	0,8	2,9	2,5	2,7
Exportaciones de Bienes	17,8	25,8	9,8	9,8	9,7	9,7
Importaciones de Bienes	-3,7	7,1	8,3	9,6	9,6	9,3
Cuenta Corriente (\$ bn)	6,4	17,1	22,1	25,9	29,2	32,7
Saldo de la Cuenta Corriente (% del PIB)	3,8	9,1	10,5	11,1	11,3	11,5
Tipo de Cambio por USD (promedio del año)	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64
Balance del Gobierno (% del PIB)	-5,8	-1,1	0,1	0,6	1,1	1,4
Deuda Bruta del Gobierno (% del PIB)	53,8	56,7	59,3	62	61,9	61,4
Gasto del Gobierno	-11,6	4,9	9,5	10	10,3	10,4
Ingresos del Gobierno	-8,1	23,2	14,2	12	11,9	11,8
Población (millones)	2606	2668	2730	2792	2804	2815
PIB Nominal (bn \$)	166,9	188,4	209,6	233,2	258,4	284
PIB per Cápita (precios corrientes \$)	64064	70631	76791	83514	92165	100888
Precio del Petróleo (Brent, \$ por barril, promedio año)	54,2	71,1	63,1	65,6	66,8	68,6

Tabla 2.6. Pronóstico para Qatar (% anual)

Fuente: *Elaboración propia a partir de datos de Country economic forecasts > qatar. (2019). ().*
Oxford: Oxford Economics Ltd.

En Qatar se espera un repunte del PIB, el cual pasaría del 2.1% del pasado año 2018 al 3.3% en el presente año 2019. No obstante, las perspectivas para este año deberían ser aún mejores, ya que el país establece sus propios niveles de producción de petróleo y gas tras su salida de la OPEP. Aunque teniendo en cuenta los riesgos globales, el actual pronóstico se mantiene en una modesta aceleración al 3,3%, impulsada principalmente por el gasto por parte del Estado.

La presente perspectiva, moderadamente positiva, se sustenta en un mayor empleo, como se destaca en la encuesta del Índice de Gestores de Compras (PMI). En general, la encuesta sugiere que la actividad no petrolera está mejorando en relación con el cuarto trimestre de 2018, pero el ritmo de recuperación sigue siendo lento, con el índice cayendo a 48.5 en febrero (desde un máximo de seis meses), de 50.5 en enero. Aun así, el 71% de los encuestados son optimistas sobre el crecimiento en los próximos 12 meses, lo que corrobora la visión expuesta sobre la recuperación del crecimiento a lo largo de este año 2019.

Por otra parte, los datos de producción industrial muestran un aumento en la extracción de crudo en enero, esperándose un aumento del 1.6% en la producción de petróleo en este año a un promedio de 620.000 barriles diarios. Mientras tanto, el pronóstico sobre el precio del petróleo para 2019 se mantiene en 64pb dólares americanos. Si bien esto debería facilitar un presupuesto equilibrado este año, Qatar ha recurrido recientemente a los mercados de deuda internacional, vendiendo 12 mil millones de dólares en bonos, la segunda emisión más grande en menos de un año.

La financiación probablemente se canalizará hacia proyectos de infraestructura relacionados con la Copa Mundial prevista para el año 2022.

Con respecto a la salud de las entidades bancarias cabe mencionar que, si bien están bien capitalizadas, son rentables y tienen bajos niveles de préstamos improductivos, los bancos enfrentan una alta y creciente exposición a la construcción y los bienes raíces, así como un gran riesgo de financiación externa. Prueba de ello es la rebaja realizada por Moody's en dos de los cinco principales bancos de activos de Qatar (Commercial Bank of Qatar y Doha Bank) en mayo de 2018. Sin embargo, la mayoría de los bancos poseen calificaciones estables y buenas perspectivas de futuro.

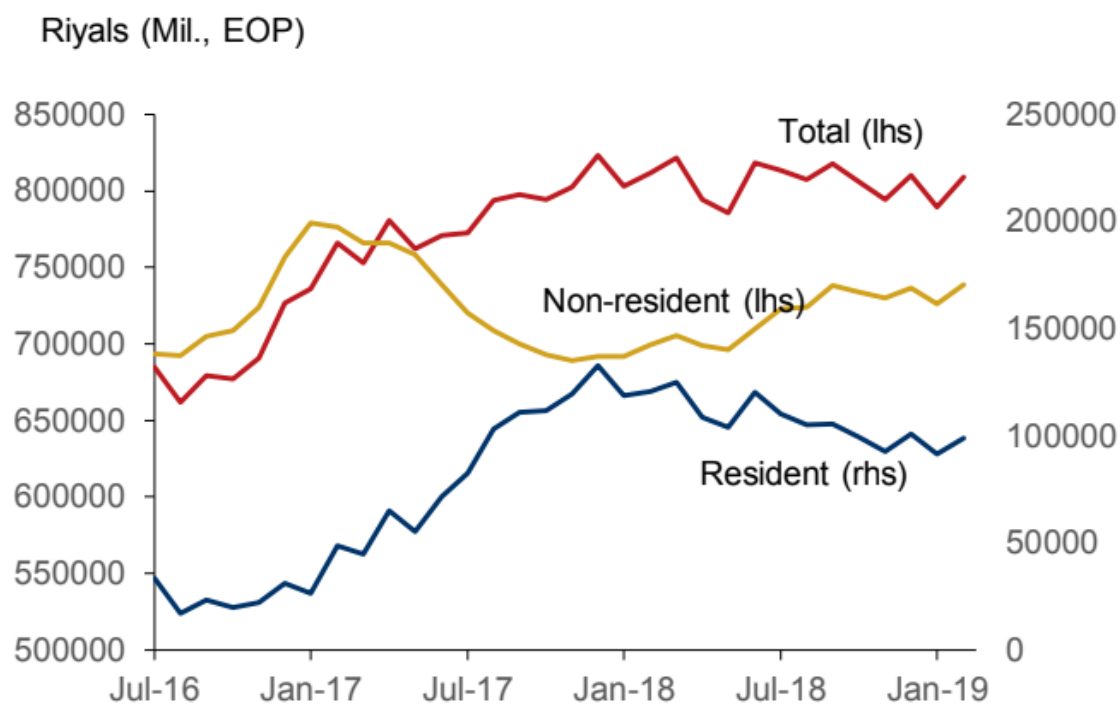


Figura 2.6. Depósitos bancarios comerciales (QAR)

Fuente: *Country economic forecasts > qatar. (2019). ().* Oxford: Oxford Economics Ltd.

Finalmente, en cuanto a la Inflación, esta se prevé moderada. La inflación anual se situó en torno al 0.2% en 2018, la mitad que en 2017. La caída de los costes de la vivienda ha sido el factor principal para mantener baja la tasa general, mientras que los precios de los alimentos se mantuvieron estables. Una fuerte caída en los precios del transporte ha sido un lastre adicional para la inflación este año, que ahora ha estado en territorio negativo durante dos meses consecutivos. Por tanto, se ha reducido la previsión de inflación para el presente año 2019 a 0.8%, sin embargo, dicha previsión sigue sujeta a importantes riesgos a la baja.

2.1.7. República Checa

La República Checa es un país ubicado en Europa Central y cuya capital y ciudad más poblada es Praga.

La economía checa ha experimentado una rápida recuperación en el crecimiento basado en la fabricación calificada de bajo costo. Sin embargo, a medida que los costos laborales han aumentado, el crecimiento se ha desacelerado y el país necesita hacer la transición hacia una nueva vía de crecimiento de mayor valor agregado. La crisis financiera mundial hizo que la producción cayera un 4,7% en 2009. El crecimiento recuperó el impulso en 2014 al 2%, acelerando a 4.3% en 2015 gracias a las crecientes inversiones fijas impulsadas por la mayor absorción de los fondos de la UE. Las exportaciones se están beneficiando del crecimiento acelerado en Europa occidental, en particular la recuperación en el mercado automotriz y el bajo nivel de la

Corona. El consumo de los hogares se apoya en el aumento del empleo y en medidas fiscales más favorables. Actualmente, la República Checa es una de las economías industriales más desarrolladas de Europa Central y Oriental. La industria está dominada por la metalurgia, la ingeniería, la industria automotriz y la electrónica.

A continuación, se analizan los factores de mayor relieve del pronóstico más inmediato de la República Checa:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Demanda Interna	3,7	4	3	2,5	2,1	1,9
Consumo Privado	4,4	3,2	2,1	2,3	2	1,9
Inversión Fija	4,1	10,4	4,2	2,9	2,5	2,1
Existencias (% del PIB)	0,9	-0,3	0,1	0,3	0,4	0,4
Gasto Público	1,3	3,7	1,3	1,4	1,3	1,3
Exportaciones de Bienes y Servicios	7,1	4,5	3,1	3,1	3,3	3,1
Importaciones de Bienes y Servicios	6,3	6	3,7	3,5	3,4	3,2
Producto Interior Bruto (PIB)	4,5	2,9	2,5	2,3	2,1	1,9
Producción Industrial	6,7	3,3	1,3	2,9	1,9	2,8
Promedio de Precios al Consumidor	2,5	2,2	2,4	2,1	2	2
Presupuesto del Gobierno (% del PIB)	1,5	0,1	-0,6	-0,2	-0,7	-0,3
Deuda Bruta del Gobierno (% del PIB)	34,6	32,2	29,9	28	26,9	26
Balanza Comercial (\$ bn)	11,13	10,04	8,23	8,74	9,94	10,72
Cuenta Corriente (\$ bn)	3,15	0,84	0,74	0,62	0,55	0,52
Saldo de la Cuenta Corriente (% del PIB)	1,5	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
Tasas de Interés a Corto Plazo (%)	0,41	1,27	2,24	2,45	2,47	2,93
Promedio Tipo de Cambio (vs Euro)	26,33	25,64	25,64	25,16	24,63	24,23

Tabla 2.7. Pronóstico para República Checa (% anual)

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Country economic forecasts > czech republic. (2019). (). Oxford: Oxford Economics Ltd.

En términos generales se espera una tendencia de ralentización e incluso moderación en el crecimiento del PIB checo.

En el año 2018 el PIB se redujo hasta alcanzar el 2.9% (en el año anterior se situaba en el 4.5%), según estimaciones de la Oficina de Estadística. Posteriormente, se ha reducido el pronóstico de crecimiento para 2019 a 2.5% (de 2.7% del mes pasado). Este hecho viene motivado por un mal comportamiento del sector industrial. De hecho, los datos mensuales para dicho sector han sido alarmantemente débiles, ya que el PMI manufacturero registró otra fuerte caída en marzo y la producción industrial creció tan solo un 0.4% en febrero, después de la caída de un 1.2% registrada en enero. Si bien esto pone de manifiesto la transmisión de los problemas experimentados en el sector automovilístico alemán en el segundo semestre del año pasado, hay indicios de que la industria alemana está empezando a recuperarse.

Por lo tanto, mientras las expectativas para la actividad checa en el primer trimestre son prudentes, el crecimiento debería repuntar nuevamente en el segundo semestre. Dicha conclusión está respaldada por el hecho de que la creación de empleo se ha mantenido bien hasta el momento, pues las tasas de desempleo se han reducido del 3.2% de media en 2018 al 2.8% en el primer trimestre de 2019, evidencia clara de que las empresas esperan que la situación vuelva a mejorar. Pero las crecientes posibilidades de que los EE.UU. aumenten los aranceles sobre las importaciones de automóviles en Europa hacen pensar en una posible recaída en el sector automotriz del país. Dichos aranceles, podrían afectar y ralentizar el buen comportamiento de las exportaciones checas experimentado en el año 2018, las cuales aumentaron un 4.5%.

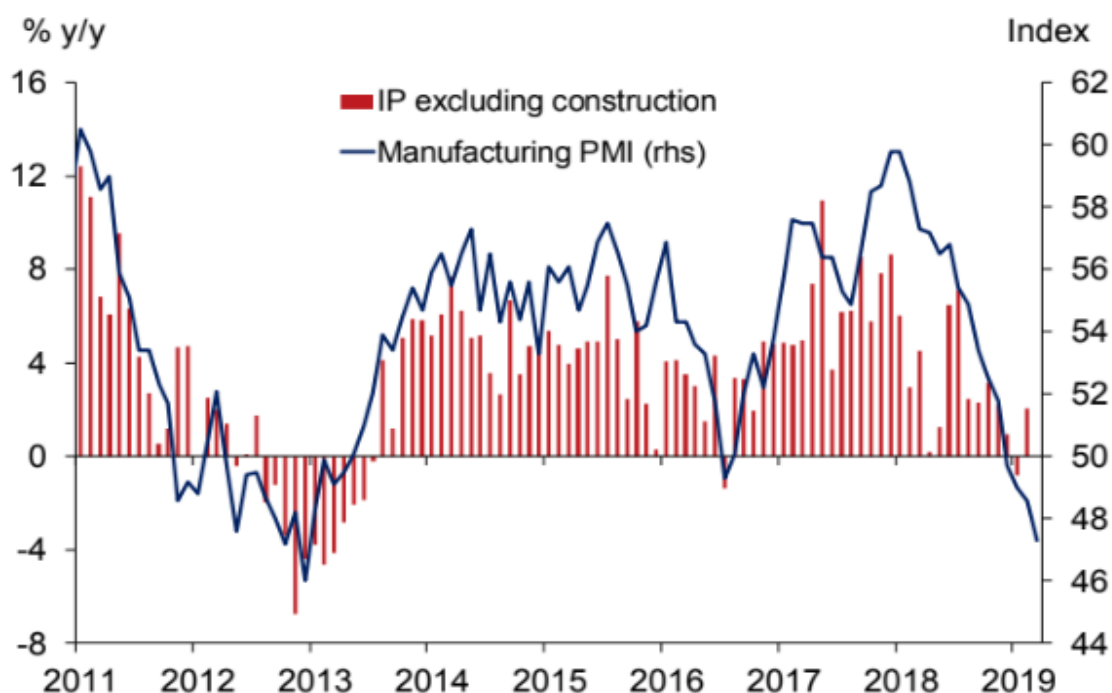


Figura 2.7. Producción Industrial en República Checa

Fuente: *Country economic forecasts > czech republic. (2019). (). Oxford: Oxford Economics Ltd.*

En el terreno de la inversión cabe mencionar un escenario de desaceleración para este y los próximos años. La inversión fija se aceleró fuertemente en 2017 y 2018 (4% en 2017; 10% en 2018), impulsada por una reanudación de la inversión financiada por la UE, con una inversión general del gobierno casi un 50% más alta que en el año 2017. La inversión empresarial aumentó a un ritmo robusto del 6-7% hasta 2018, ya que el sector privado compensó la escasez de trabajadores y otras limitaciones de capacidad. El gasto financiado por la UE ha impulsado la ingeniería civil y la construcción de edificios, y el gran volumen de fondos aún no gastados sugiere que la actividad de la construcción seguirá siendo sólida durante los próximos años. La inversión general aumentó un 10.4% en 2018, pero se espera que el ritmo se desacelere hasta el 4.2% en 2019 y luego alrededor del 3% en 2020.

Por último, la inflación alcanzó en marzo de este año el 3.0%, cifra claramente por encima del objetivo del 2% del Banco Nacional Checo (CNB). Ello viene motivado, principalmente, por la aceleración de los precios de la vivienda y los alimentos. Como resultado, es probable que el Banco Nacional Checo (CNB) suba las tasas de interés en mayo de 2019.

2.1.8. Tailandia

Tailandia es un país ubicado al este de la subregión del sudeste asiático. El nombre oficial del país es Reino de Tailandia y cuya capital y ciudad más poblada es Bangkok.

En 2015 la estructura económica del país era la siguiente: el sector servicios representó el 55% del PIB, el sector manufacturero el 27% y la agricultura y la pesca el 9%. Una estructura bastante similar que en 1995, lo cual podría sugerir un estancamiento en la evolución del país. Sin embargo, se han producido cambios considerables. El mayor de ellos quizás ha sido el crecimiento del turismo. Los ingresos por turismo representaron el 5% del PIB en 2005, pero para 2015 esta participación fue superior al 11%, siendo Tailandia el principal destino turístico del sudeste asiático. La otra tendencia clave es el fuerte crecimiento de los sectores de electrónica y automóviles. Cada uno de estos sectores contribuyó con menos del 10% de la producción manufacturera en 1995, pero para 2015 la electrónica contribuyó con

alrededor del 20% y los automóviles casi el 30%. En cambio sectores como los textiles, alimentos y bebidas y el caucho y los plásticos han disminuido en importancia.

A continuación, se analizan los factores de mayor relieve del pronóstico más inmediato de Tailandia:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Demanda Interna	4,4	7,4	3,9	2,8	2,6	2,7
Consumo Privado	3	4,6	3,6	3,2	2,9	2,8
Inversión Fija	1,8	3,8	3,7	3,8	3,6	3,3
Existencias (% del PIB)	-0,1	2,8	3,1	2,6	2,1	1,9
Gasto Público	0,1	1,8	3,3	3,1	3,2	2,5
Exportaciones de Bienes y Servicios	5,4	4,2	0,3	4,5	4,6	4,4
Importaciones de Bienes y Servicios	6,2	8,6	0,6	4,1	4,2	4,3
Producto Interior Bruto (PIB)	4	4,1	3,4	3,2	3	2,9
Producción Industrial	2,5	3,7	2,4	3	3,4	3,6
Promedio de Precios al Consumidor	0,7	1,1	1	1,4	1,6	2
Presupuesto del Gobierno (% del PIB)	-3	-1,6	-3	-3,3	-3,4	-3,5
Deuda Bruta del Gobierno (% del PIB)	32,2	33,4	34,6	34,9	35,4	35,8
Balanza Comercial (\$ bn)	34,2	22,3	17,7	20,1	23,5	23,9
Cuenta Corriente (\$ bn)	50,2	35,2	29	30,8	37,3	40,1
Saldo de la Cuenta Corriente (% del PIB)	11	7	5,4	5,5	6,3	6,4
Tasas de Interés a Corto Plazo (%)	1,58	1,59	1,88	2,21	2,72	2,98
Promedio Tipo de Cambio (Baht por US \$)	33,9	32,3	31,8	31,8	31,6	31,3

Tabla 2.8. Pronóstico para Tailandia (% anual)

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Country economic forecasts > thailand. (2019). (). Oxford: Oxford Economics Ltd.

En la economía tailandesa, se prevé una moderación en el crecimiento del PIB al 3.4% en el presente año, frente al 4% y al 4.1% en los años 2017 y 2018, respectivamente. Además, dicha moderación se mantendrá en los próximos años. Por su parte, el PIB real también sigue una progresión positiva pero con tendencia a la moderación. En el cuarto trimestre de 2018 se situó en torno al 3.69%, mientras que en el primer trimestre del presente año ha descendido hasta el 3.1%. También cabe destacar la incertidumbre procedente de la situación política nacional tras las elecciones del pasado mes de marzo, la cual, de experimentar mayores tensiones, podría mover a la baja las previsiones de crecimiento para este año y los venideros.

En el terreno comercial, cabe destacar la importante reducción en el superávit por cuenta corriente, la cual pasó del 11% del PIB en 2017, al 6.9% del PIB en 2018 y, con previsiones de moderarse hasta el 5.4% en el presente año 2019. Todo ello viene motivado por el aumento del proteccionismo comercial y el débil impulso del comercio mundial, el cual explica a su vez la revisión a la baja de las previsiones sobre el crecimiento de las exportaciones, del 4.2% en 2018 al 0.3% en 2019.

Un factor de impulso económico de gran relevancia para Tailandia es el plan de infraestructura a largo plazo impulsado por la Junta de Gobierno. Según muestran algunos indicadores, dichos planes han supuesto un crecimiento de la inversión pública en el año 2018 del 3.3% (frente al -1.2% en 2017). Se estima una inversión de 43 mil millones de dólares americanos en mejorar la infraestructura turística, creando "nuevas" ciudades inteligentes y facilitando los enlaces comerciales a través del proyecto del Corredor Económico Oriental (EEC) (que podría conectarse con la iniciativa "One Belt, One Road" de China). Pero existen ciertas preocupaciones sobre la financiación de dichos planes, una de ellas es la posibilidad de que los beneficios de dicho proyecto se canalicen fuera del país fruto de un excesivo volumen de capital propiedad de actores extranjeros. Otra preocupación es que el país deberá demostrar

que cuenta con un grupo de talentos lo suficientemente sólido para atraer la inversión privada requerida en el proyecto "Tailandia 4.0". En general, se espera que el crecimiento de la inversión se mantenga bastante estable en 2019, en cifras cercanas al 3.7% (ligeramente inferior al 3.8% del año 2018).

El escenario de baja inflación que vive Tailandia, unido a la desaceleración del crecimiento y sólidos balances externos, hace que el Banco de Tailandia (BoT por sus siglas en inglés) mantenga un ciclo de ajuste moderado. De hecho, el Comité de Política Económica (MPC), preocupado porque el entorno de bajas tasas de interés pueda alentar a las empresas y los hogares a aumentar los niveles de deuda (ya elevados), ha realizado una subida del 0.25% en las tasas de interés en diciembre de 2018, alcanzando el 1.75%. Ello se puede observar en la siguiente figura:

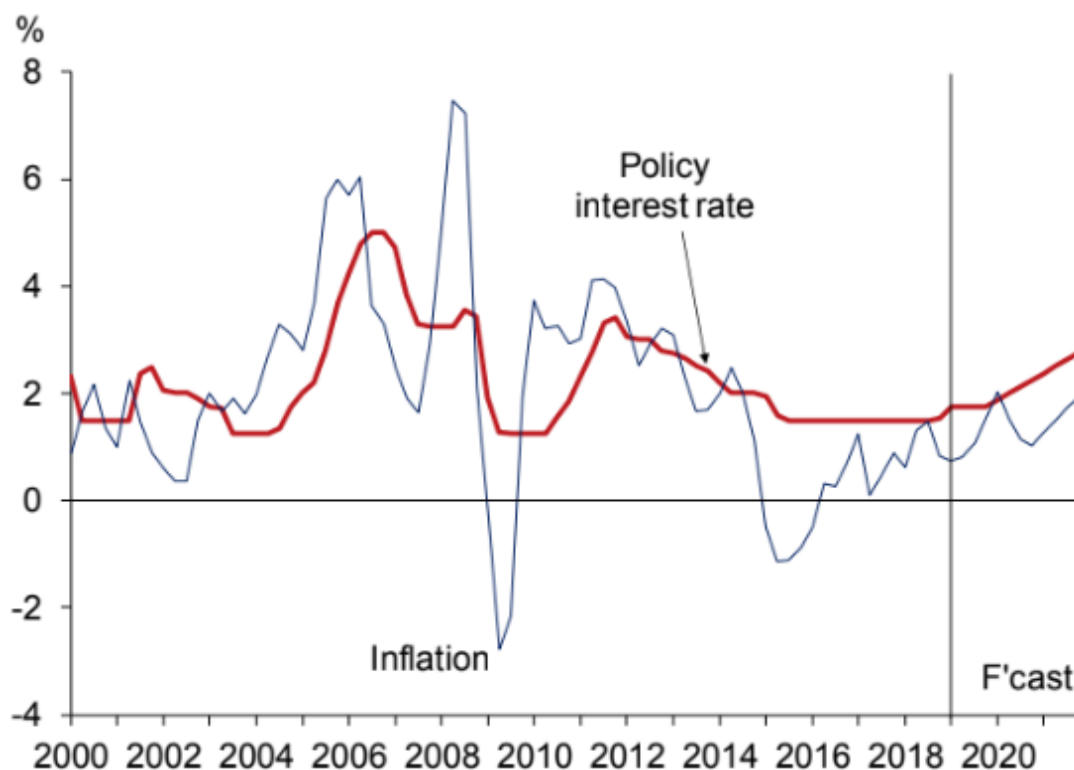


Figura 2.8. Política Monetaria en Tailandia

Fuente: *Country economic forecasts > thailand. (2019). ().* Oxford: Oxford Economics Ltd.

No obstante, se prevé que el MPC se vuelva más reactivo a ajustar la política monetaria en los próximos trimestres, ya que es probable que surja evidencia de un debilitamiento del impulso del crecimiento. Por lo tanto, no se espera otra subida en los tipos de interés por parte del BoT hasta el primer trimestre de 2020. Si bien dicha previsión podría variar dependiendo del efecto que la reciente presión al alza sobre los precios mundiales del petróleo tenga sobre la situación económica de Tailandia.

Finalmente, la producción industrial parece que va a sufrir una ralentización a lo largo de 2019. En el primer trimestre de este año, la producción se situaba en torno al 4%, mientras que para el cuarto trimestre se espera un retroceso de la misma, hasta situarse en cifras próximas al 0.36%. Las tasas de desempleo, por su parte, parecen mantenerse constantes en niveles cercanos al 1%, tanto para este año como los siguientes.

2.1.9. Taiwán

Taiwán, o República de China, es un Estado con reconocimiento limitado ubicado en el extremo oriente de Asia. La capital del país y ciudad más poblada es Taipéi.

El desarrollo de la economía de Taiwán ha sido muy influenciado por la gran expansión de la economía del continente. Entre 2000 y 2004, las exportaciones de Taiwán hacia China continental y Hong Kong aumentaron del 24.4% al 38%. Pero además de convertirse en un gran mercado para los productos manufacturados de Taiwán, la parte continental también se convirtió en un importante competidor en casi todos los sectores, a excepción de los productos de TI más avanzados, lo que provocó un "vaciamiento" parcial del sector manufacturero de Taiwán. Sin embargo, el país logró mantener una presencia significativa en bienes intermedios tales como productos químicos, plásticos y metales básicos. Si bien estas áreas de la economía tuvieron buenos resultados durante el auge del crecimiento de China, ahora no muestran el mismo devenir, sobre todo por los problemas de exceso de capacidad existentes en toda la región. Finalmente, en los últimos 15 años, la economía fuera de la industria manufacturera de exportación ha sido relativamente moderada, con un crecimiento del sector de servicios del 3.0% anual desde 2000. Ello refleja tanto la falta de una reforma económica estructural (obstaculizada por la falta de consenso político) como la naturaleza generalmente lenta de la demanda interna (socavada por un modesto crecimiento del ingreso real).

A continuación, se analizan los factores de mayor relieve del pronóstico más inmediato de Taiwán:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Demanda Interna	1,2	3,5	1,7	2,4	2,1	1,9
Consumo Privado	2,5	2	1,7	2,3	2,4	2,3
Inversión Fija	-0,1	2,1	2,7	2,9	3,5	3,5
Existencias (% del PIB)	-0,2	0,9	0,4	0,4	0,1	-0,3
Gasto Público	-0,6	3,5	2,9	2	1,1	1
Exportaciones de Bienes y Servicios	7,4	3,7	1,3	3,3	3,7	4,2
Importaciones de Bienes y Servicios	5,3	4,9	1,5	4,3	4,4	4,2
Producto Interior Bruto (PIB)	3,1	2,6	1,5	1,7	1,8	2,1
Producción Industrial	5	3,6	0,5	3	3,1	2,9
Promedio de Precios al Consumidor	0,6	1,4	0,8	1,2	1,4	1,3
Presupuesto del Gobierno (% del PIB)	-0,1	-0,5	-1	-1	-1	-1
Balanza Comercial (\$ bn)	80,9	67,7	56,4	61,3	60,4	60,8
Cuenta Corriente (\$ bn)	82,8	68,3	57,5	62,2	63	63,7
Saldo de la Cuenta Corriente (% del PIB)	14,4	11,6	9,6	9,7	9,4	9,2
Tasas de Interés a Corto Plazo (%)	0,4	0,5	0,6	0,8	1	1,2
Promedio Tipo de Cambio (por U S \$)	30,4	30,2	30,3	29,3	29	28,9

Tabla 2.9. Pronóstico para Taiwán (% anual)

Fuente: *Elaboración propia a partir de datos de Country economic forecasts > taiwan. (2019).*
(). Oxford: Oxford Economics Ltd.

En Taiwán los indicadores económicos del primer trimestre de 2019 presentan datos mixtos, es decir, se muestran datos favorables sobre factores tales como la demanda doméstica, el empleo y la confianza del consumidor, pero también existen factores como el comercio exterior o la producción que experimentan una evolución negativa.

En términos generales, se espera un crecimiento del Producto Interior Bruto (PIB) cercano al 1.5% para este año, un crecimiento positivo pero muy alejado del 3.1% o el 2.6% alcanzados en los años 2017 y 2018, respectivamente. Esta contracción se debe fundamentalmente a la menor demanda procedente de China y la reducción de componentes electrónicos. No obstante, cabe señalar que las previsiones para los años posteriores a 2019 muestran un crecimiento al alza del PIB, alcanzando éste un crecimiento próximo al 2.1% en el año 2022.

A nivel nacional, el ratio de desempleo ha permanecido constante, en cifras cercanas al 3.7% entre los años 2017-2019. Se espera una evolución similar en los años siguientes. Además, los salarios reales van en aumento; el sector turístico ha experimentado un repunte y la tipos de interés se mantienen en niveles muy bajos, próximos al 0.6%, con vistas a sufrir una subida progresiva en próximos períodos. Todo ello da lugar a un aumento en la confianza de los consumidores cuyo gasto se prevé mayor para el presente año 2019.



Figura 2.9. Desempleo y Confianza del Consumidor en Taiwán

Fuente: *Country economic forecasts > taiwan. (2019). (). Oxford: Oxford Economics Ltd.*

Con respecto a las exportaciones hay que destacar la caída del 4.2% en el primer trimestre del presente año, frente al aumento del 0.1% en el último trimestre del año 2018. Dicha caída viene motivada, en su mayoría, por la débil demanda procedente de Asia, en concreto de China. Ya que los datos arrojados por las exportaciones hacia Estados Unidos han sido positivos, experimentado incluso un repunte. No obstante, la tendencia de las exportaciones en su conjunto sigue siendo débil, especialmente en sectores clave como la electrónica, la maquinaria y los metales.

Por su parte, la producción industrial experimentó una caída del 0.66% en el primer trimestre de 2019. Siendo las previsiones para el conjunto del año de un leve crecimiento, cercano al 0.5%.

Finalmente, la débil situación que viene mostrando el comercio internacional, así como las tensiones comerciales existentes, suponen una amenaza para el crecimiento económico del país. Pese a ello, existen algunas fuentes de optimismo. Por un lado, la expansión global del 5G debería brindar cierto apoyo a la industria de semiconductores de Taiwán, suavizando el golpe causado por el ciclo de bajada en algunos productos clave de Apple. Por otro lado, los incentivos gubernamentales para atraer a las compañías de regreso a Taiwán vienen generando un número aproximado de 4.400 empleos desde enero.

2.2. ÍNDICE MSCI DE LOS MERCADOS EMERGENTES

Durante más de 40 años, MSCI ha construido los índices de capital internacional más utilizados para los inversores institucionales. Los índices globales de capital de MSCI han mantenido su posición de liderazgo porque han evolucionado a lo largo del tiempo

para continuar reflejando adecuadamente el conjunto de oportunidades de inversión, al tiempo que abordan los intereses de inversión cambiantes y en expansión de los inversionistas transfronterizos.

Uno de los índices más importantes que se toma de referencia para medir la evolución del conjunto de las acciones de los mercados emergentes es el MSCI Emerging Market Index. Dicho índice se lanzó el 1 de enero de 2001. Se denomina MSCI por ser las siglas de la compañía que lo elabora, a saber, Morgan Stanley Capital Internacional.

El índice se basa en la metodología MSCI Global Investable Market Indexes (GIMI), un enfoque integral y coherente para la construcción de índices que permite visiones globales significativas y comparaciones regionales entre todos los segmentos y combinaciones de tamaño, sector y estilo de capitalización de mercado. Esta metodología tiene por objeto brindar una cobertura exhaustiva del conjunto de oportunidades de inversión relevante con un fuerte énfasis en la liquidez, la capacidad de inversión y la replicabilidad del índice.

Atendiendo a dicha metodología, los pasos a seguir en la elaboración de los índices MSCI, entre ellos el MSCI Emerging Markets Index, son los siguientes:

- Determinar el mercado de inversión, considerándose que un mercado equivale a un país (salvo en la Unión Europea en la cual todos los mercados están agregados en un único índice representativo de todos ellos)
- Definir el volumen de inversión para cada mercado
- Determinar los segmentos de diferente tamaño de capitalización para cada mercado
- Aplicar las reglas de continuidad del índice al índice estándar
- Clasificar los valores según el Estándar de Clasificación Global de la Industria (GICS®).

Además de los pasos enumerados anteriormente, la metodología de los Índices MSCI mantiene muchas de las características de la metodología original, tales como:

- El uso de un enfoque de bloques de construcción para permitir la creación y el cálculo de compuestos significativos.
- La creación de índices de sector e industria utilizando el Estándar de Clasificación Global de la Industria (GICS®).
- Los requisitos mínimos de flotación libre para la elegibilidad y la ponderación de capitalización ajustada de flotación libre para reflejar adecuadamente el tamaño de cada oportunidad de inversión y facilitar la replicabilidad de los Índices.
- Tratamiento oportuno y consistente de eventos corporativos y rebalanceados sincronizados, a nivel mundial.

Por otra parte, cabe destacar que el índice se revisa trimestralmente en febrero, mayo, agosto y noviembre con el objetivo de reflejar el cambio en los mercados de renta variable subyacentes de manera oportuna, al tiempo que se limita la rotación indebida del índice. Durante las revisiones de los índices semestrales de mayo y noviembre, el índice se reequilibra y se recalculan los puntos de corte de capitalización.

El índice MSCI Emerging Markets recoge la capitalización de los 24 países incluidos en los llamados Mercados Emergentes (EM por sus siglas en inglés). Con 1.138 constituyentes, el índice cubre aproximadamente el 85% de la capitalización de mercado ajustada por flotación libre en cada país.

Los países que forman parte de los denominados Mercados Emergentes (EM) y, por tanto, del índice MSCI, son: Brasil, Chile, China, Colombia, República Checa, Egipto, Grecia, Hungría, India, Indonesia, Corea, Malasia, México, Pakistán, Perú, Filipinas,

Polonia, Qatar, Rusia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía y Emiratos Árabes Unidos.

Del listado anterior, y como ya se ha mencionado con anterioridad, se ha considerado interesante el estudio y análisis de nueve de los veinticuatro países emergentes con en el objeto de determinar la composición de una cartera de inversiones sólida, diversificada, de riesgo aceptable y a la vez rentable. Dichos países serán comparados con el índice MSCI, el cual será tomado como índice de referencia a la hora de adoptar decisiones sobre la inclusión, o no, y en qué porcentaje, de los diferentes países en la cartera de inversiones. Los nueve países analizados son: Chile y Colombia de América Latina; Taiwán y Tailandia de Asia; República Checa, Hungría y Polonia de Europa; Egipto y Qatar de Oriente Medio-África.

2.3. ÍNDICES DE LOS PAÍSES EMERGENTES Y SUS MONEDAS

2.3.1. Budapest SE (BUX) y moneda de Hungría

El Índice de la Bolsa de Budapest es un índice ponderado por capitalización ajustado por flotación libre. El índice rastrea el rendimiento diario del precio único de las acciones más importantes (entre 12 y 25 empresas húngaras) que se negocian activamente en la Bolsa de Valores de Budapest. Las acciones representan el 58% de la capitalización bursátil interna. El índice tiene un valor base de 1000 puntos a partir del 2 de enero de 1991 y es un índice de rendimiento total.

Por otro lado, la moneda oficial de Hungría es el Forinto Húngaro introducido el 1 de agosto de 1946, el cual representó un factor clave en la estabilización de la economía húngara después Segunda Guerra Mundial. Tras un periodo de estabilidad (década de los 80) y uno de gran inflación (35% en 1991), el Forinto es actualmente una moneda totalmente convertible. Además, el objetivo a largo plazo del gobierno es la sustitución del Forinto por el Euro, ya que Hungría es país miembro de la Unión Europea.

2.3.2. IPSA y moneda de Chile

El índice bursátil de Chile, calculado desde 1977, se denomina Índice de Precio Selectivo de Acciones (IPSA) y fue elaborado por la Bolsa de Comercio de Santiago. Se trata de un indicador de rentabilidad financiera que incluye las 40 acciones más importantes del mercado seleccionadas al finalizar cada año, es decir, las acciones que conforman el IPSA se establecen el 31 de diciembre de cada año y se emplea dicho día como base (1.000). El IPSA fue el primer índice de América Latina en recuperarse tras la crisis mundial.

Por otro lado, la moneda oficial de Chile es el Peso, el cual fue introducido en 1817 junto a la independencia del país. No obstante, el Peso fue sustituido por el Escudo como moneda de curso legal el 31 de diciembre de 1959. Pero el 29 de septiembre de 1975 y mediante el decreto ley 1123, se retomó el Peso como moneda oficial del país. Históricamente, las instituciones encargadas de la fabricación de la moneda han sido: la Casa de Moneda de Chile (1743) y el Banco Central de Chile (1925), el cual se encarga también de la emisión de las monedas y billetes.

2.3.3. COLCAP y moneda de Colombia

El índice COLCAP de Colombia es un índice ponderado de capitalización de mercado que incluye las 25 acciones más líquidas que figuran en la BVC (Bolsa de Valores de Colombia). La capitalización de mercado de la empresa representa la ponderación en el índice. El valor inicial de COLCAP es de 1000 puntos al 15 de enero de 2008. A partir del 1 de noviembre de 2013, el COLCAP reemplazó al IGBC como el índice principal para el mercado de valores colombiano.

Por su parte, la moneda oficial de Colombia es el Peso Colombiano. Se codifica como COP y se escribe de manera informal como COL \$. El símbolo oficial del peso es \$. La institución responsable de emitir la moneda en variadas denominaciones es el Banco Central de Colombia, a saber, el Banco de la República. Antes de 1810, Colombia utilizaba el real como moneda. Sin embargo, el real fue reemplazado por el peso en 1810 y desde entonces se ha utilizado como moneda oficial del país.

2.3.4. **EGX 30 y moneda de Egipto**

El índice EGX 30, anteriormente denominado Índice CASE 30, está diseñado y calculado por EGX. La fecha de inicio del índice fue el 1 de abril de 1999 con un valor base de 1000 puntos. El valor del índice EGX 30 se calcula en términos de moneda local y está denominado en dólares estadounidenses desde 1998. El Índice EGX 30 incluye a las 30 empresas más importantes en términos de liquidez y actividad. Para que una empresa sea incluida en el índice EGX 30, debe tener al menos un 15% de flotación libre o si su capitalización de mercado ajustada no es inferior a la mediana de la capitalización de mercado ajustada para todas las empresas comercializadas durante el período de revisión, y su flotación libre es Compatible con las Reglas de Listado. Esto asegura a los participantes en el mercado que los constituyentes del índice realmente representan a las empresas que cotizan en bolsa y que el índice es un barómetro bueno y confiable para el mercado egipcio.

Con respecto a la moneda oficial de Egipto, esta se conoce con el nombre de Libra Egipcia, la cual reemplazó a la piastra egipcia en 1834. En 1962, Egipto cambió la valoración de la libra y la vinculó al dólar estadounidense (USD). La libra egipcia se devaluó con el USD en 1973 y por sí sola en 1978. Desde ese momento, la libra tenía un tipo de cambio flotante. Al ver la caída del valor de la moneda, el Banco Central de Egipto intervino y comenzó una flotación administrada en 2001. La flotación administrada continuó hasta 2016, cuando el banco decidió volver a permitir que la moneda flote libremente. Con esta decisión, el valor de la moneda se desplomó un 32.3%. Desde la devaluación de 2016, el Banco Central de Egipto ha tomado varias medidas para apuntalar la moneda y la economía del país en general.

2.3.5. **WIG y moneda de Polonia**

El índice WIG es el primer índice de intercambio de Polonia y se ha calculado desde el 16 de abril de 1991. El valor inicial del índice WIG fue de 1000 puntos. En el presente, el índice WIG comprende todas las compañías que figuran en la Lista principal de WSE que cumplen con los criterios de elegibilidad básicos. El índice WIG sigue el principio de diversificación, destinado a limitar la participación de una sola empresa y un solo sector cambiario. Es un índice de rendimiento total y, por lo tanto, cuando se calcula, representa tanto los precios de las acciones subyacentes como los dividendos y los ingresos de los derechos de suscripción.

Con respecto a la moneda oficial de Polonia, esta se denomina Złoty. Tras la entrada de Polonia en la Unión Europea el 1 de mayo de 2004, el gobierno se comprometió a cambiar el Złoty por el Euro. Sin embargo, dicho compromiso se estableció sin fecha límite, lo que unido a la falta de una mayoría de las dos terceras partes del Parlamento (necesaria para poder cambiar la moneda del país), explica el hecho de que Polonia aún no haya adoptado la moneda única.

2.3.6. **QTX index y moneda de Qatar**

El Índice General de QE es un importante índice del mercado de valores que rastrea el rendimiento de las veinte compañías más líquidas que cotizan en la Bolsa de Qatar. Es un índice ponderado de capitalización. El índice general de QE tiene un valor base de 1000 al 31 de diciembre de 1999. El primer día de abril y de octubre, el índice se reequilibra, determinando si las compañías existentes continúan cumpliendo con los

criterios del índice. Se determinan así las veinte compañías del índice QE para los siguientes seis meses.

Por su parte, la moneda oficial del Estado de Qatar es el Rial de Qatar. El Rial de Qatar está vinculado al dólar estadounidense a un tipo de cambio fijo de 1 USD = 3.64 QR. Esta tasa fue consagrada en la ley de Qatar por el Real Decreto N° 34 de 2001, firmado por Hamad bin Khalifa Al Thani, Emir de Qatar, el 9 de julio de 2001. El artículo 1 establece que el tipo de cambio del rial qatarí se fijará contra el dólar estadounidense en 3.64, y establece límites superiores e inferiores de 3.6415 QR y 3.6385 QR para la compra y venta de dólares del Banco Central de Qatar con bancos que operan en Qatar. El artículo 2 otorga al Banco Central de Qatar la autoridad para determinar el volumen y el momento de la venta de dólares estadounidenses y las condiciones asociadas de dichas ventas y pagos. Artículo 3: se cancelará el anterior Real Decreto No.60 de 1975, por el que el riyal fue ligado oficialmente a los derechos especiales de giro (DEG) del FMI.

2.3.7. **PX index y moneda de la República Checa**

El índice PX (hasta marzo de 2006 el PX 50) es un índice ponderado por capitalización de las principales acciones que se negocian en la Bolsa de Valores de Praga. El 5 de abril de 1994 se seleccionó como el día de intercambio inicial (una fecha de referencia) para el Índice PX 50 y su valor de apertura se fijó en 1.000 puntos. En este momento, el índice incluía 50 empresas negociadas en la Bolsa de Valores de Praga, en consecuencia denominadas PX 50. En 2014, la Bolsa de Praga introdujo el índice de rendimiento total PX-TR, que comparte la misma base que el índice PX, pero a diferencia del índice PX, toma en cuenta los dividendos.

Por otro lado, la moneda oficial de la República Checa es la Corona Checa introducida en 1993. La corona es una de las 11 monedas de la Unión Europea, y la República Checa está legalmente obligada a adoptar el euro en el futuro, aunque por el momento no se atisba la fecha de tal acontecimiento. En un principio la fecha establecida era 2010, aunque el gobierno suspendió dicha fecha de forma indefinida en 2005. Además, la población no parece entusiasmada con la idea de adoptar el euro. Solo el 16% de la población estaba a favor del cambio en 2014, y según informa la encuesta de abril de 2018 realizada por CVVM (Public Opinion Research Center) el porcentaje apenas supera el 20%.

2.3.8. **SET Index y moneda de Tailandia**

El Bangkok SET Index es un índice ponderado por capitalización de las acciones negociadas en la Bolsa de Valores de Tailandia. El índice se desarrolló con un valor base de 100 a partir del 30 de abril de 1975. El cálculo del Índice SET se ajusta en línea con las modificaciones en los valores de las acciones resultantes de los cambios en el número de acciones debido a diversos eventos, por ejemplo, ofertas públicas, warrants ejercitados o conversiones de acciones preferentes a acciones comunes, para eliminar todos los efectos. Aparte de los movimientos de precios del índice.

Por otra parte, la moneda oficial de Tailandia es el Baht y cuya emisión es responsabilidad del Banco de Tailandia. Dicho Banco, adoptó una serie de controles de cambio el 19 de diciembre de 2006, lo que resultó en una divergencia significativa entre los tipos de cambio offshore y onshore, con diferenciales de hasta el 10% entre los dos mercados. Los controles se levantaron ampliamente el 3 de marzo de 2008 y ahora no hay una diferencia significativa entre los tipos de cambio offshore y onshore. Además, según SWIFT, a partir de febrero de 2017, el Baht tailandés está clasificado como la décima moneda de pago mundial más utilizada.

2.3.9. Taiwan Weight y moneda de Taiwán

El índice ponderado TSEC está compuesto por todas las acciones en la Bolsa de Valores de Taiwán y cada una tiene un peso basado en su capitalización de mercado. Las acciones preferentes, las acciones de "entrega completa" y las acciones cotizadas por menos de un mes se excluyen del índice. Además, el índice TSEC es un promedio ponderado, lo que significa que las acciones con una mayor capitalización de mercado ejercen una mayor influencia en el índice general. El índice TSEC tiene un valor base de 100 basado en su nivel de 1966 y, al igual que en otros índices de todo el mundo, se reconstituye ocasionalmente con diferentes acciones. El índice TSEC proporciona un barómetro del rendimiento general del mercado.

Con respecto a la moneda oficial de Taiwán, esta se denomina el Nuevo Dólar de Taiwán, el cual fue emitido por primera vez en 1949, reemplazando así al viejo dólar taiwanés. Desde el año 2000, el Banco Central de la República de China (Taiwán) es el Banco Central de Taiwán, el cual actualmente emite el nuevo dólar de Taiwán. No obstante, el Banco de Taiwán ya emitió billetes antes del 2000, siendo el banco central de facto entre 1949 y 1961.

CAPÍTULO 3. METODOLOGÍA CAPM

En este capítulo se va a describir de forma breve el modelo CAPM, al ser este el modelo aplicado a los datos bursátiles de los diferentes países e índices anteriormente analizados. No obstante, el método CAPM conlleva la realización de algunos pasos. En primer lugar es necesario extraer los datos bursátiles (precio de la cotización del índice MSCI y del resto de países seleccionados) y comparar las rentabilidades del índice MSCI con cada uno de los países; posteriormente, calcular el modelo de Sharpe y, finalmente, determinar la línea de mercado o *Security Market Line* (SML).

3.1. EXTRACCIÓN DE DATOS Y COMPARATIVA DE LAS RENTABILIDADES

Como se ha expuesto en la introducción del presente capítulo, el primer paso es la obtención de los datos bursátiles, es decir, el precio de cotización tanto del índice de referencia (MSCI de los mercados emergentes), como de los diversos países seleccionados. Para ello, en este trabajo de investigación se ha recurrido a la página web de inversiones denominada *investing.com*. En ella se encuentran los precios de las cotizaciones y los tipos de cambio, éstos últimos son necesarios para convertir (y posteriormente poder comparar las rentabilidades) los datos en moneda local de los países a una moneda común, en este caso, el dólar estadounidense.

Una vez se dispongan todos los datos en moneda estadounidense, se procede al cálculo de las rentabilidades anuales del índice de referencia y del índice del país en cuestión. Además, para mayor información, resulta conveniente calcular también la diferencia existente entre la rentabilidad ofrecida por el índice del país en moneda local y la ofrecida en dólares estadounidenses, con la finalidad de observar el efecto del tipo de cambio en dicha rentabilidad. Todo ello se presenta en la siguiente figura.

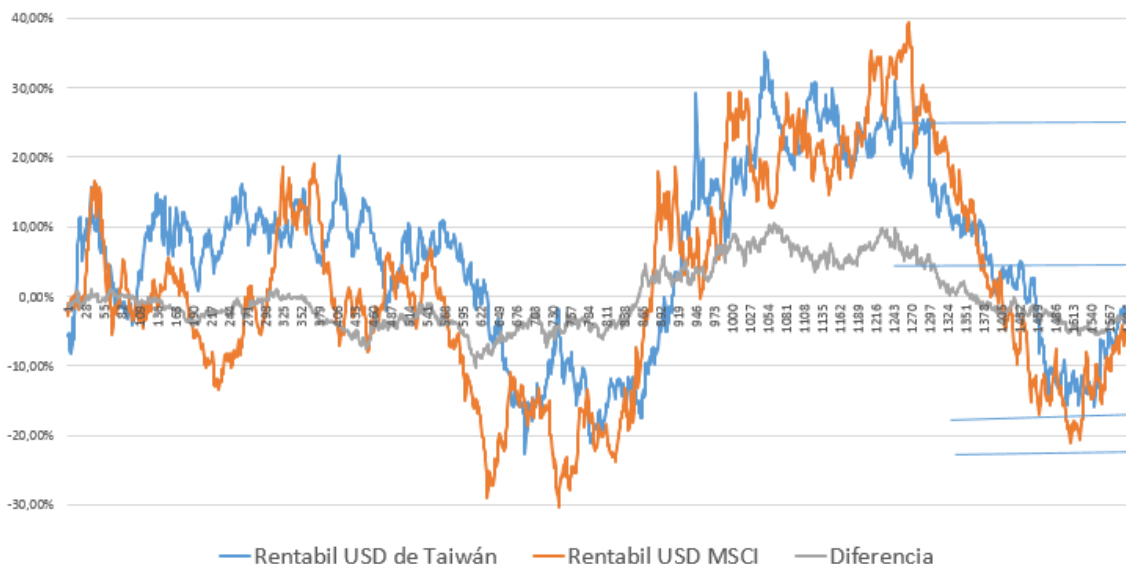


Figura 3.1. Rentabilidad MSCI y Taiwan Weight

Fuente: Elaboración propia

La línea naranja muestra la evolución seguida por la rentabilidad del MSCI; la línea azul, en cambio, muestra el comportamiento de la rentabilidad del principal índice de Taiwán. La línea gris, pone de manifiesto la diferencia existente entre la rentabilidad que obtiene el índice Taiwan Weight en dólares y en moneda local.

3.2. MODELO DE SHARPE

El modelo de Sharpe se realiza con objeto de facilitar la puesta en práctica del modelo de Markowitz. Dicho modelo trata de encontrar la relación entre el mercado y los diversos títulos del mismo, con la finalidad de lograr indicadores representativos del riesgo y la rentabilidad. Si se representa en una gráfica las rentabilidades en diversos periodos del mercado¹ y de un título, se comprueba que la relación anteriormente citada toma la siguiente forma:

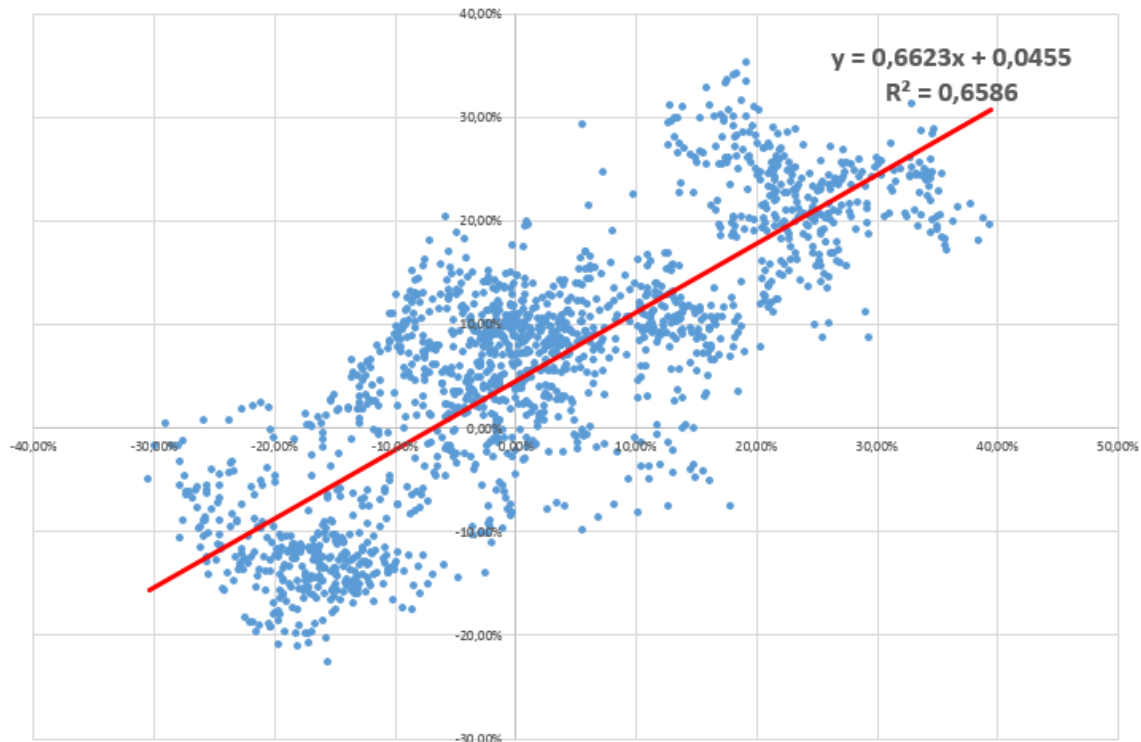


Figura 3.2. Modelo de Sharpe (Taiwán)

Fuente: Elaboración propia

En la anterior recta de regresión se puede observar el coeficiente de volatilidad o beta ($0,6623x$), la cual muestra la variación existente entre las rentabilidades del mercado y del título en cuestión. A partir de la beta, se puede realizar la siguiente clasificación de los títulos:

- ⊗ **Agresivos.** Todos aquellos títulos que presenten un coeficiente de volatilidad superior a 1 y muestren una evolución superior a la del mercado, es decir, cuando el mercado disminuye, el título lo hace por debajo del mismo, mientras que cuando el mercado aumenta, el título presenta un crecimiento mayor al mismo.
- ⊗ **Normales.** Todos aquellos títulos que presenten un coeficiente de volatilidad igual a 1 y muestren una evolución idéntica a la del mercado.
- ⊗ **Conservadores.** Todos aquellos títulos que presenten un coeficiente de volatilidad inferior a 1 (como en el ejemplo anterior $0,6623 < 1$) y muestren una evolución inferior a la del mercado, es decir, cuando el mercado aumenta o disminuye, el título también aumenta o disminuye pero en menor medida.

Por otra parte, el empleo del coeficiente de volatilidad como medida de la rentabilidad y riesgo, que permita al inversor tomar la decisión de comprar o no un determinado título, requiere comprobar que la relación lineal anteriormente mostrada es válida. Ello

¹ Rentabilidad del índice MSCI de los mercados emergentes y del índice Taiwan Weight.

se realiza mediante el coeficiente de determinación, el cual puede oscilar entre 0 y 100. La relación será más fuerte cuanto más próximo de 100 se encuentre dicho coeficiente. Además, el coeficiente de determinación muestra el riesgo sistemático del título, es decir, las variaciones en la rentabilidad del título que viene explicadas por las variaciones en la rentabilidad del mercado.

Por tanto, y teniendo en cuenta el objetivo de minimización de riesgos del inversor, éste se enfrenta a dos tipos de riesgos cuando opera en el mercado:

- ◆ El riesgo propio del mercado, también llamado riesgo sistemático. Este riesgo no puede reducirse o eliminarse mediante la diversificación, pues es inherente a cualquier tipo de título que opere o cotice en bolsa.
- ◆ El riesgo propio del título, también denominado riesgo específico. Al contrario que en el caso anterior, este riesgo sí puede reducirse o eliminarse mediante la diversificación, pues es independiente al mercado.

De lo anterior se deducen dos aspectos de gran importancia. Por un lado, el único riesgo que el inversor puede y debe reducir al mínimo (o eliminarlo), es el riesgo específico y, por otro lado, la única forma de reducir dicho riesgo es a través de la diversificación, procurando constituir una cartera de inversiones con títulos lo más independientes posibles entre ellos.

En la siguiente figura se muestra el objetivo al que debe orientarse el inversor, es decir, la diversificación de la cartera con objeto de suprimir al máximo el riesgo específico.

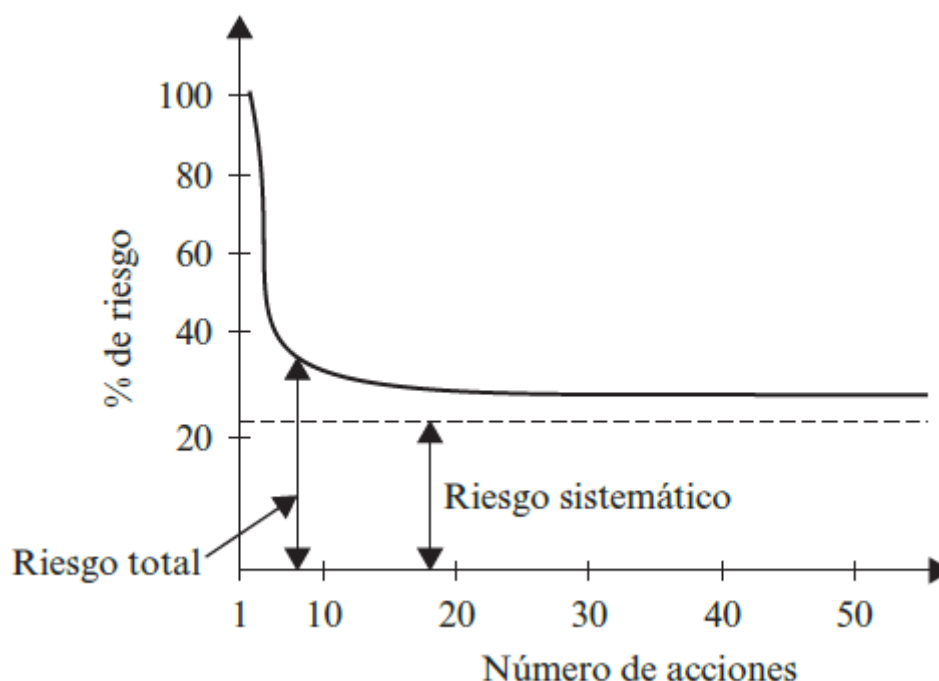


Figura 3.3. Diversificación de una cartera de inversiones

Fuente: De la Torre Gallegos, A., & Naharro, F. J. (2014). *Valoración de empresas y análisis bursátil*. Ediciones Pirámide.

3.3. LÍNEA DE MERCADO O SECURITY MARKET LINE (SML)

Todo lo descrito en el apartado anterior tendrá validez si se logra demostrar que el coeficiente de volatilidad o beta se mantiene estable en el futuro. De no ser así, no se podría adoptar decisión alguna sobre si invertir o no en los diversos títulos.

En caso de cumplirse dicha estabilidad, sí se podría realizar una estimación sobre la futura rentabilidad de un título o inversión, relacionando para ello la rentabilidad esperada del mercado y la beta. De esta forma, se obtiene la línea de mercado, también denominada *Security Market Line* (SML), que mide la relación entre la rentabilidad esperada del título y el coeficiente de volatilidad.

$$E(R_t) = R_f + [E(R_m) - R_f] * \beta_t$$

La anterior función muestra el escenario de equilibrio que se daría a medio plazo entre todos los títulos del mercado en función de su correspondiente rentabilidad y riesgo (tal y como se observa en la figura 3.4)

En esta situación de equilibrio a medio plazo, todos los títulos deberían situarse sobre la línea de mercado o SML, como se muestra en la siguiente figura:

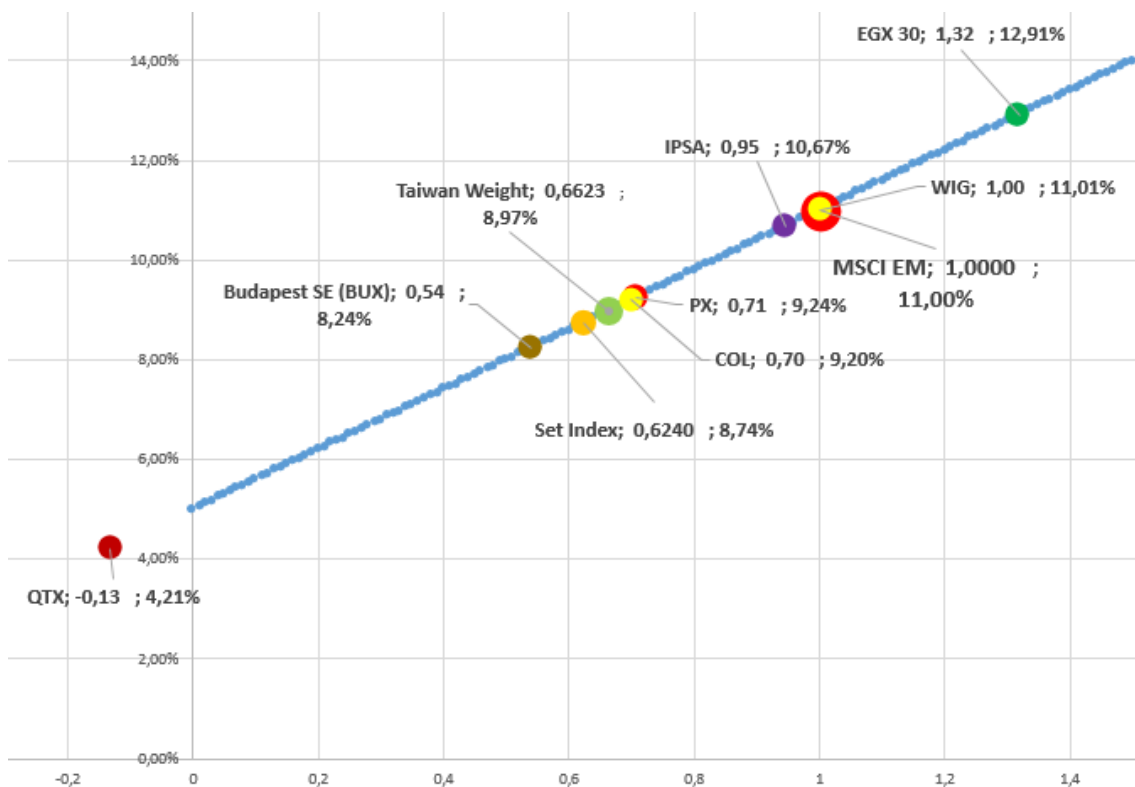


Figura 3.4. Línea de mercado o SML (equilibrio)

Fuente: *Elaboración propia*

Ahora bien, si se compara el escenario de equilibrio anterior con la situación real, se podría determinar si conviene, o no, adquirir un determinado título.

De esta forma, en el caso de que un título se situase por debajo de la SML, lo interesante sería vender dicho título. Mientras que en el caso contrario, es decir, si el título se situase por encima de la línea de mercado, la decisión más interesante sería comprar dicho título.

Para mostrar un ejemplo de la aplicación del método CAPM con la decisión de comprar o no algunos títulos, se va a mostrar a continuación una línea de mercado en la que se compara la situación real y la de equilibrio.

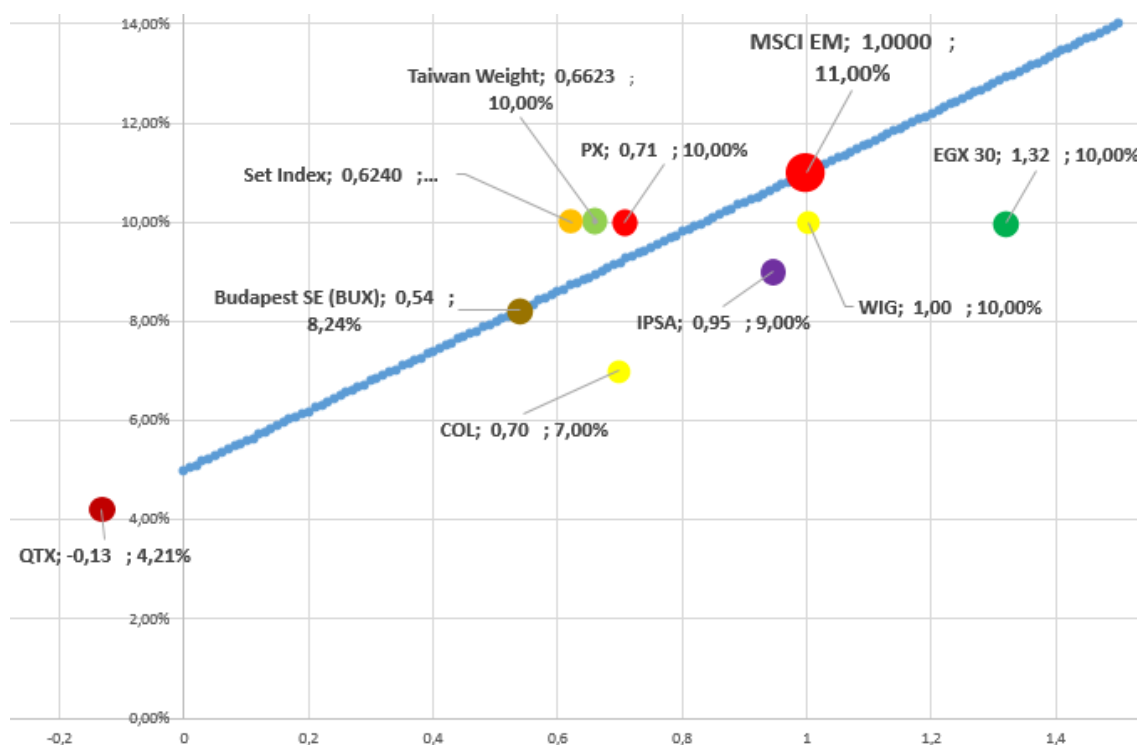


Figura 3.5. Línea de mercado o SML (real)

Fuente: Elaboración propia

Como se puede observar, en este escenario la mayoría de los títulos no se encuentran sobre la línea de mercado, es decir, en equilibrio. Por tanto, si se sigue el razonamiento expuesto con anterioridad, un inversor que se encuentre ante esta situación debería tomar las siguientes decisiones de compra y venta:

- ✓ Títulos a comprar. Todos aquellos que se encuentran por encima de la SML, en este caso, Set Index, Taiwan Weight y PX.
- ✓ Títulos a Vender. Todos aquellos que se encuentran por debajo de la línea de mercado, es decir, los títulos COL, IPSA, WIG y EGX 30.
- ✓ Por su parte, la decisión sería más ambigua en el caso de aquellos títulos que se encuentran exactamente sobre la recta SML, tal es el caso de los títulos QTX y Budapest SE (BUX).

Conviene destacar que las anteriores decisiones se han tomado teniendo en exclusivamente en consideración la posición de los títulos. Pero un inversor que vaya a decidir cuáles serán los títulos que van a componer su cartera de inversiones, así como su porcentaje, ha de tener en cuenta otros muchos aspectos, tales como el análisis del comportamiento histórico del país o empresa al que representa el título, el estudio de las previsiones sobre la evolución de dicho país o empresa, la experiencia personal, el perfil de riesgo del propio inversor, etc.

En el presente trabajo de investigación, se van a tomar las decisiones sobre los títulos a formar parte de la cartera en base a dos factores principales: el análisis de los países emergentes seleccionados y la aplicación del modelo CAPM.

CAPÍTULO 4. APLICACIÓN DEL MODELO CAPM EN LOS MERCADOS EMERGENTES SELECCIONADOS

El cuarto capítulo será eminentemente práctico, ya que se va a mostrar, y explicar brevemente, la aplicación de la metodología expuesta en el capítulo anterior en cada uno de los nueve países emergentes seleccionados.

A la hora de clasificar los títulos como agresivos, normales o conservadores, hay que tener presente que ello se hace en base a la beta del título en comparación con la beta del índice de referencia. No obstante, el índice MSCI de países emergentes puede ser clasificado como un índice de alto riesgo, haciendo que cualquier inversión en los diversos títulos lleve aparejado un elevado riesgo per se, independientemente de su calificación como conservadores, normales o agresivos. En caso de haber tomado de referencia el IBEX 35², por ejemplo, las inversiones serían consideradas en su conjunto como conservadoras en comparación con las aquí expuestas. Aclarado o puesto de manifiesto esta importante consideración inicial, se va a proceder a la aplicación práctica del modelo CAPM en los nueve países emergentes seleccionados.

4.1. MODELO DE SHARPE EN HUNGRÍA

Una vez extraídos los datos bursátiles de la página web investing.com, y empleando el tipo de cambio Dólar USD/Forinto Húngaro, se han calculado las rentabilidades anuales para el índice MSCI y el índice Budapest SE (BUX) de Hungría, tanto en moneda local como en dólares estadounidenses. Mostrando, asimismo, la diferencia existente entre las rentabilidades obtenidas por dicho índice en ambos tipos de moneda, local y estadounidense. Todo ello para el periodo de cotización comprendido entre el 30/01/2013 y el 03/05/2019.

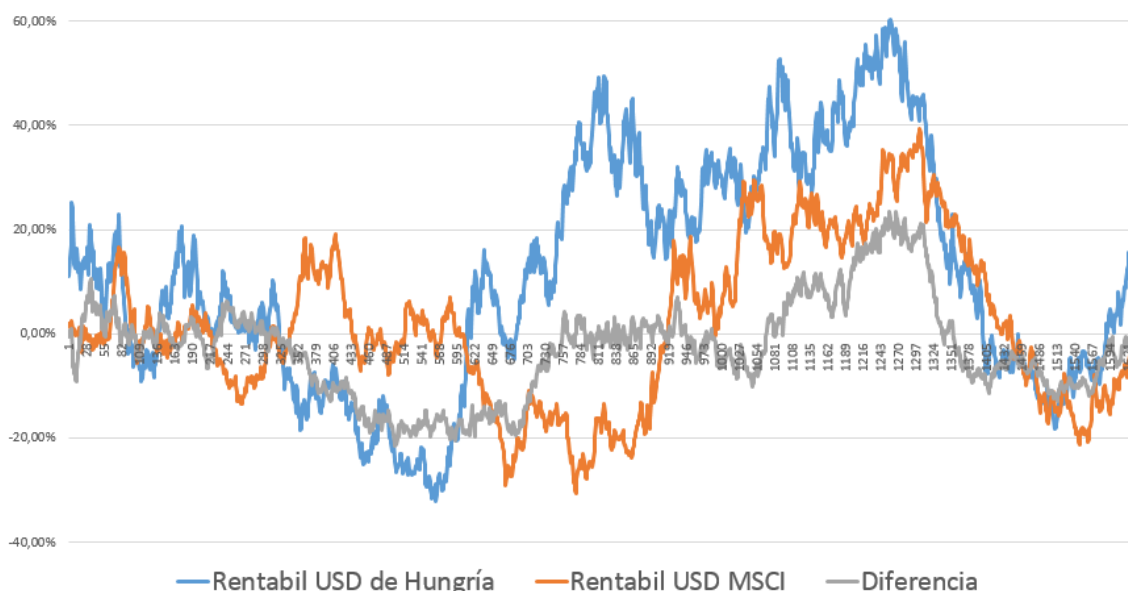


Figura 4.1. Rentabilidad MSCI y Budapest SE (BUX)

Fuente: Elaboración propia

² Índice bursátil de referencia en España.

Como se puede observar, durante la mayor parte del periodo analizado la rentabilidad ofrecida por el índice BUX es superior o muy similar al índice de referencia, salvo en el periodo comprendido entre 20/05/2013 y 07/08/2013. En dicho periodo el comportamiento del índice MSCI fue muy superior, e incluso positivo, con respecto al índice húngaro.

Por su parte, el papel que ha jugado el tipo de cambio en la rentabilidad ofrecida por el índice BUX ha sido escaso durante la mayor parte del periodo analizado, salvo en dos ocasiones. La primera, en la cual la línea gris se muestra en números negativos de forma acusada, indicando una caída importante de la rentabilidad del título en dólares frente al Forinto. La segunda, en la cual dicha línea llega a alcanzar incluso el 20%, indicando la mayor fortaleza de la inversión en dólares frente al Forinto.

A continuación, se muestra el modelo de Sharpe para el título que se está analizando.

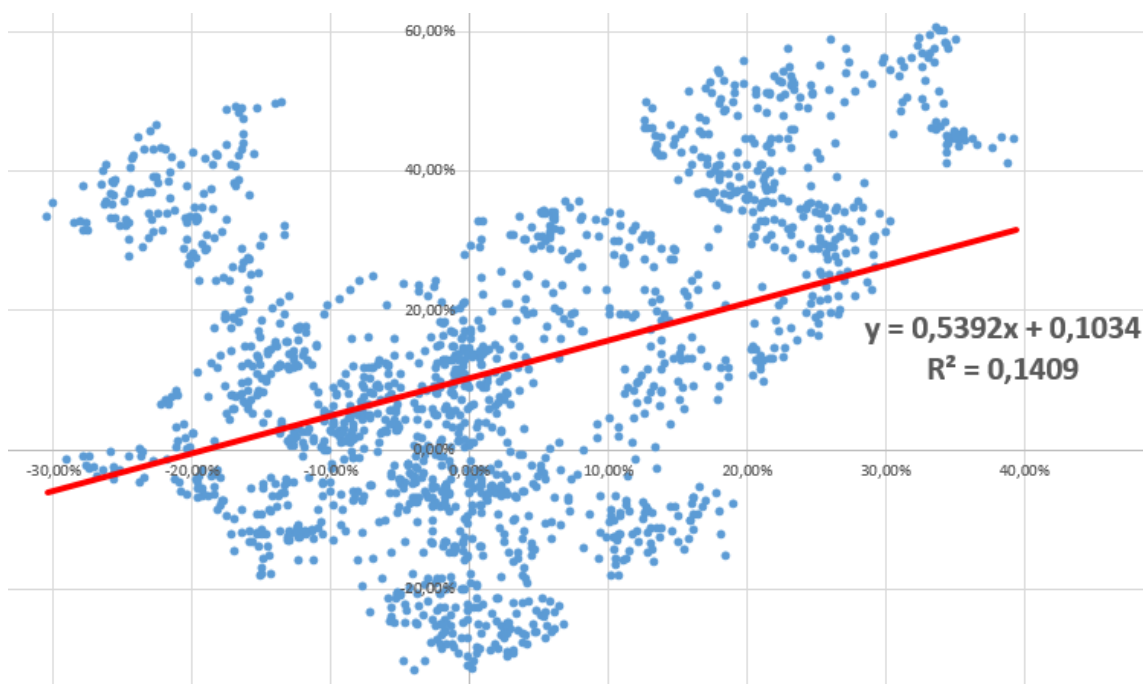


Figura 4.2. Modelo de Sharpe Hungría

Fuente: Elaboración propia

A raíz de la anterior figura se conocen los siguientes aspectos:

- Coeficiente de volatilidad del índice BUX (0,5392) el cual al ser inferior a 1 se califica como título conservador.
- El riesgo sistemático (14,09%). Este riesgo es propio del mercado y no puede ser reducido mediante diversificación.
- El riesgo que depende el propio título, es decir, el riesgo específico (85,91%).

Además, también se extrae una conclusión de gran importancia a la hora de la toma de decisiones del inversor. El riesgo sistemático es reducido en comparación con el específico, permitiendo al inversor reducir el riesgo de la cartera mediante una adecuada diversificación.

4.2. MODELO DE SHARPE EN CHILE

En primer lugar, se han extraído los datos bursátiles de la página web investing.com, y empleando el tipo de cambio Dólar USD/Peso Chileno, se han calculado las rentabilidades anuales para el índice MSCI y el índice IPSA de Chile, tanto en moneda local como en dólares estadounidenses. Mostrando, asimismo, la diferencia existente entre las rentabilidades obtenidas por dicho índice en ambos tipos de moneda, local y

estadounidense. Todo ello para el periodo de cotización comprendido entre el 20/03/2013 y el 02/05/2019

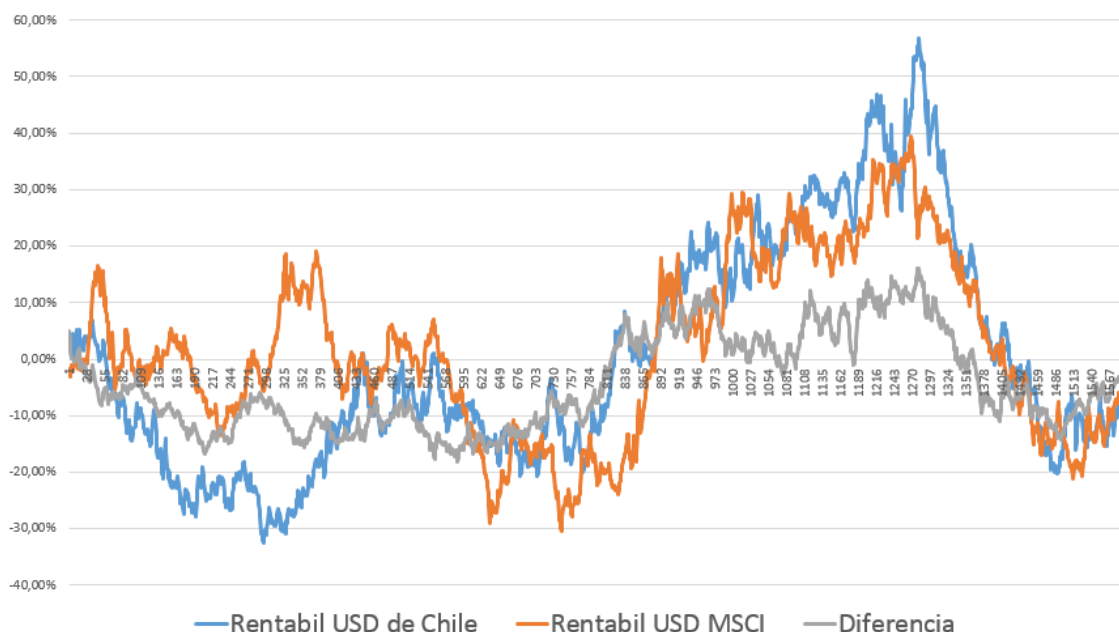


Figura 4.3. Rentabilidad MSCI e IPSA

Fuente: Elaboración propia

Como se puede observar, durante la mayor parte del periodo analizado la rentabilidad ofrecida por el índice IPSA es muy similar y sigue la tendencia del índice de referencia, salvo en el periodo comprendido entre 03/05/2013 y 30/09/2014. En dicho periodo el comportamiento mostrado por ambos índices es totalmente contrapuesto, presentando un mejor comportamiento, e incluso positivo, el índice MSCI con respecto al índice IPSA de Chile.

Por su parte, el papel que ha jugado el tipo de cambio en la rentabilidad ofrecida por el índice IPSA se puede dividir en tres periodos. Un primer periodo en el cual la línea gris está por debajo de cero, indicando una mayor fortaleza de la inversión en Pesos frente al dólar USD. Un segundo periodo con una fuerte depreciación del Peso, haciendo que la inversión en dólares sea considerablemente más rentable (una diferencia mayor al 10%, solo por el tipo de cambio). Un último periodo, en el cual el Peso se vuelve a apreciar provocando la caída en la rentabilidad ofrecida por la inversión en dólares; si bien parece que en la actualidad la tendencia se está revirtiendo.

Continuando con la aplicación del modelo de Sharpe, se va a analizar la información obtenida en la Figura 4.4:

- Coeficiente de volatilidad del índice IPSA (0,9457) el cual al ser inferior a 1 se califica como título conservador.
- El riesgo sistemático (53,71%). Este riesgo es propio del mercado y no puede ser reducido mediante diversificación.
- El riesgo que depende del propio título, es decir, el riesgo específico (46,29%).

Además, y a diferencia de lo ocurrido en el caso de Hungría, el riesgo sistemático se sitúa por encima del 50%. Este dato es significativo por la siguiente razón: el título o índice de Chile se comporta de forma muy similar a como lo hace el índice de referencia (como se ha podido observar en la figura 4.3) y dicho porcentaje también supone un riesgo sistemático no diversificable mayor.

A continuación, se muestra el modelo de Sharpe para el título que se está analizando.

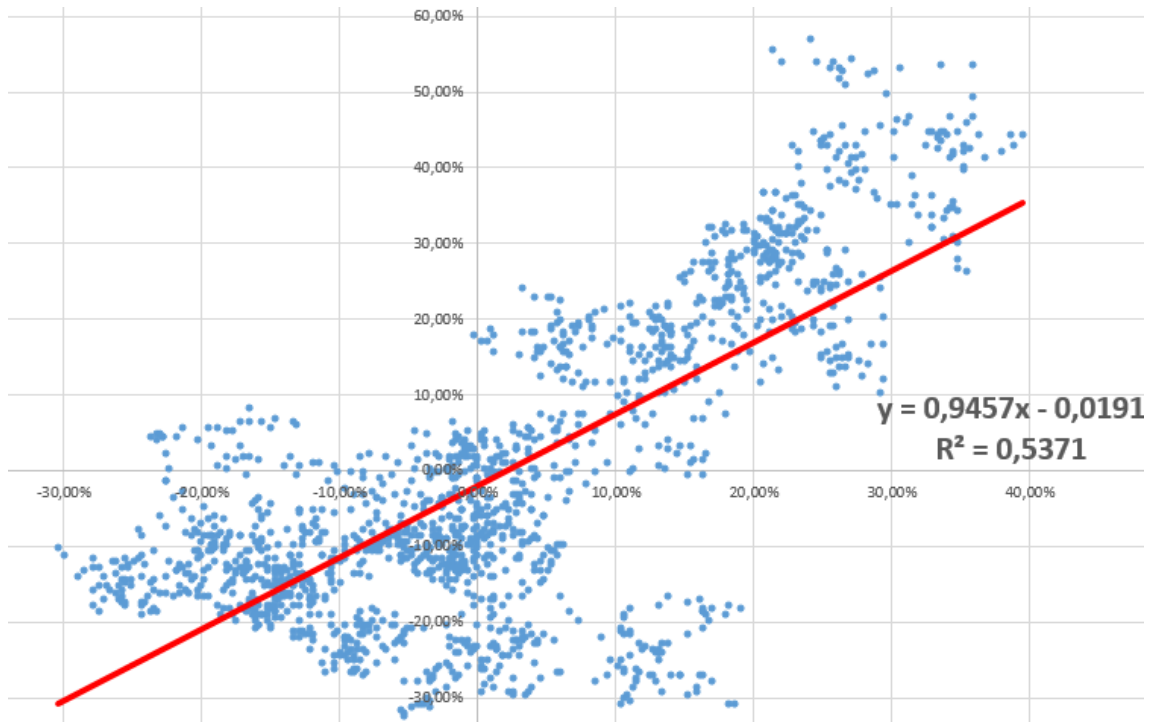


Figura 4.4. Modelo de Sharpe Chile

Fuente: Elaboración propia

4.3. MODELO DE SHARPE EN COLOMBIA

Inicialmente, se han extraído los datos bursátiles de la página web investing.com, y empleando el tipo de cambio Dólar USD/Peso Colombiano, se han calculado las rentabilidades anuales para el índice MSCI y el índice COLCAP de Colombia, tanto en moneda local como en dólares estadounidenses. Mostrando, asimismo, la diferencia existente entre las rentabilidades obtenidas por dicho índice en ambos tipos de moneda, local y estadounidense. Todo ello para el periodo de cotización comprendido entre el 12/02/2013 y el 03/05/2019

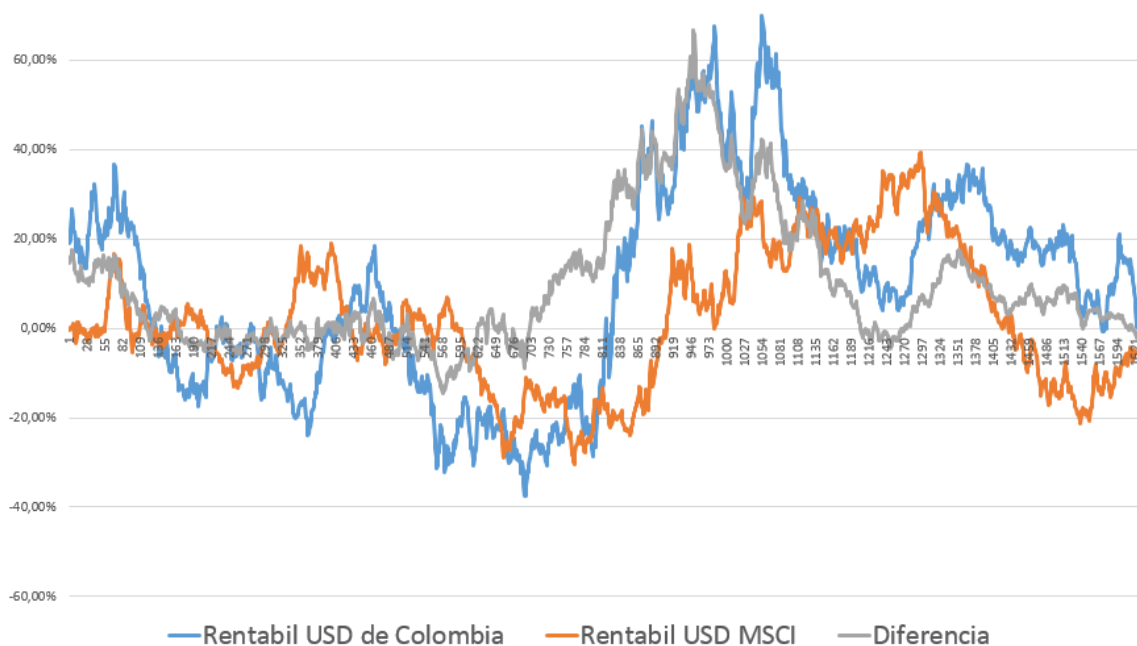


Figura 4.5. Rentabilidad MSCI y COLCAP

Fuente: Elaboración propia

Del anterior gráfico se deduce que el comportamiento del índice colombiano es bastante independiente del índice MSCI, pues salvo en algunos breves periodos en los que el índice COLCAP sigue la tendencia del MSCI, en términos generales la evolución es bastante asíncrona. También cabe destacar el comportamiento cíclico, a veces con fuertes subidas y bajadas, de la rentabilidad del índice colombiano, presentando rentabilidades superiores al 60% en varias ocasiones, pero también experimentando pérdidas del 30-40 por ciento. En definitiva, parece ser un índice bastante volátil en cortos periodos de tiempo, aunque ha permanecido con rentabilidades positivas (salvo cuatro días) en moneda local desde el 12/04/2016 hasta la última fecha analizada, es decir, el 03/05/2019.

Con respecto al tipo de cambio, es destacable la superioridad de la rentabilidad mostrada por el índice COLCAP en dólares USD frente a la moneda local durante prácticamente todo el periodo de estudio. De hecho, es tan potente el efecto del tipo de cambio que se produce la situación en la cual la rentabilidad del índice COLCAP es negativa en Pesos colombianos, y muy positiva en dólares USD, como sucede en el intervalo de tiempo 13/04/16 y 26/10/2016.

A continuación, se muestra el modelo de Sharpe para el índice COLCAP de Colombia.

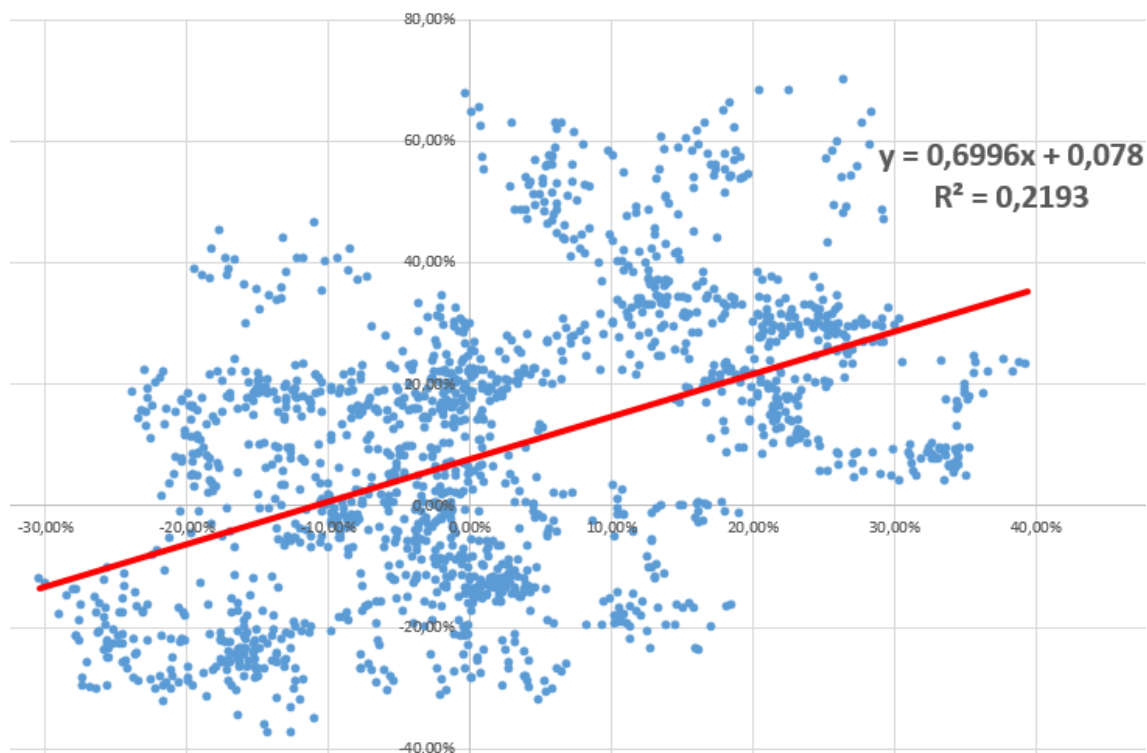


Figura 4.6. Modelo de Sharpe Colombia

Fuente: Elaboración propia

A raíz de la anterior figura se conocen los siguientes aspectos:

- Coeficiente de volatilidad del índice COLCAP (0,6996) el cual al ser inferior a 1 se califica como título conservador.
- El riesgo sistemático (21,93%). Este riesgo es propio del mercado y no puede ser reducido mediante diversificación.
- El riesgo que depende del propio título, es decir, el riesgo específico (78,07%).

En este caso, y al igual que los datos arrojados por el modelo de Sharpe en Hungría, el riesgo sistemático del índice de Colombia es reducido en comparación con el específico, permitiendo al inversor reducir el riesgo de la cartera mediante una adecuada diversificación.

4.4. MODELO DE SHARPE EN EGIPTO

Una vez extraídos los datos bursátiles de la página web investing.com, y empleando el tipo de cambio Dólar USD/Libra Egipcia, se han calculado las rentabilidades anuales para el índice MSCI y el índice EGX 30 de Egipto, tanto en moneda local como en dólares estadounidenses. Mostrando, asimismo, la diferencia existente entre las rentabilidades obtenidas por dicho índice en ambos tipos de moneda, local y estadounidense. Todo ello para el periodo de cotización comprendido entre el 22/05/2013 y el 03/05/2019.

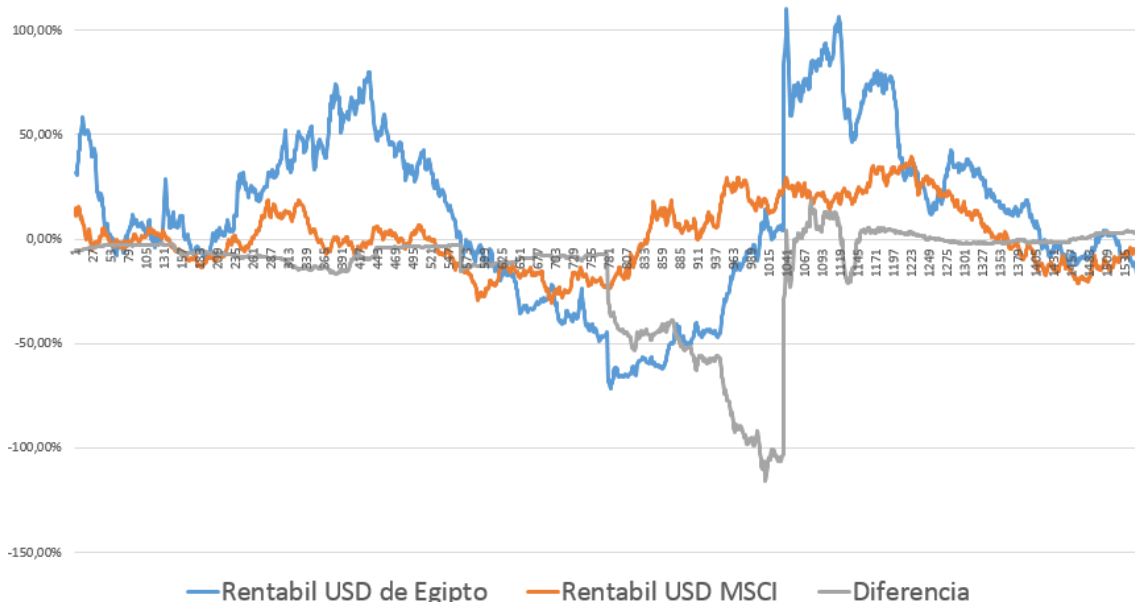


Figura 4.7. Rentabilidad MSCI y EGX 30

Fuente: *Elaboración propia*

En primer lugar, hay que mencionar que hasta el año 2016 el gobierno egipcio mantenía su moneda mediante flotación administrada, es decir, Egipto establecía unos límites superior e inferior entre los cuales su moneda podía fluctuar con respecto al dólar USD. En dicho año se procedió a cambiar dicha flotación administrada por una flotación libre, provocando una caída del 32.3% de la libra egipcia frente al dólar.

En cuanto al análisis de la figura 4.7, se deduce que el comportamiento del índice EGX 30 es bastante independiente del índice MSCI de los países emergentes, pues salvo en algunos breves periodos en los que el índice EGX 30 sigue la tendencia del MSCI, sobre todo a partir de mediados de abril del año 2018 hasta la última fecha analizada, el comportamiento de dicho índice es totalmente independiente en cuanto a tendencia se refiere. Además, los periodos alcistas y bajistas son considerablemente más bruscos y acusados (alcanzando rentabilidades superiores al 100%, pero también pérdidas cercanas al 70%) que el índice MSCI, presentando por ende una volatilidad mucho más agresiva.

Con respecto al tipo de cambio, se observa perfectamente la acción del gobierno en el control de la moneda hasta el año 2016, ya que la línea gris se mantiene próxima a cero hasta esa fecha y, a continuación, experimenta una caída brusca. Asimismo, también se observa el momento en el cual el gobierno, sin volver a la fluctuación administrada, comienza realizando algunas acciones para estabilizar la moneda. A partir de ese momento, la línea gris se muestra estable de nuevo.

A continuación, se muestra el modelo de Sharpe para el índice EGX 30 de Egipto.

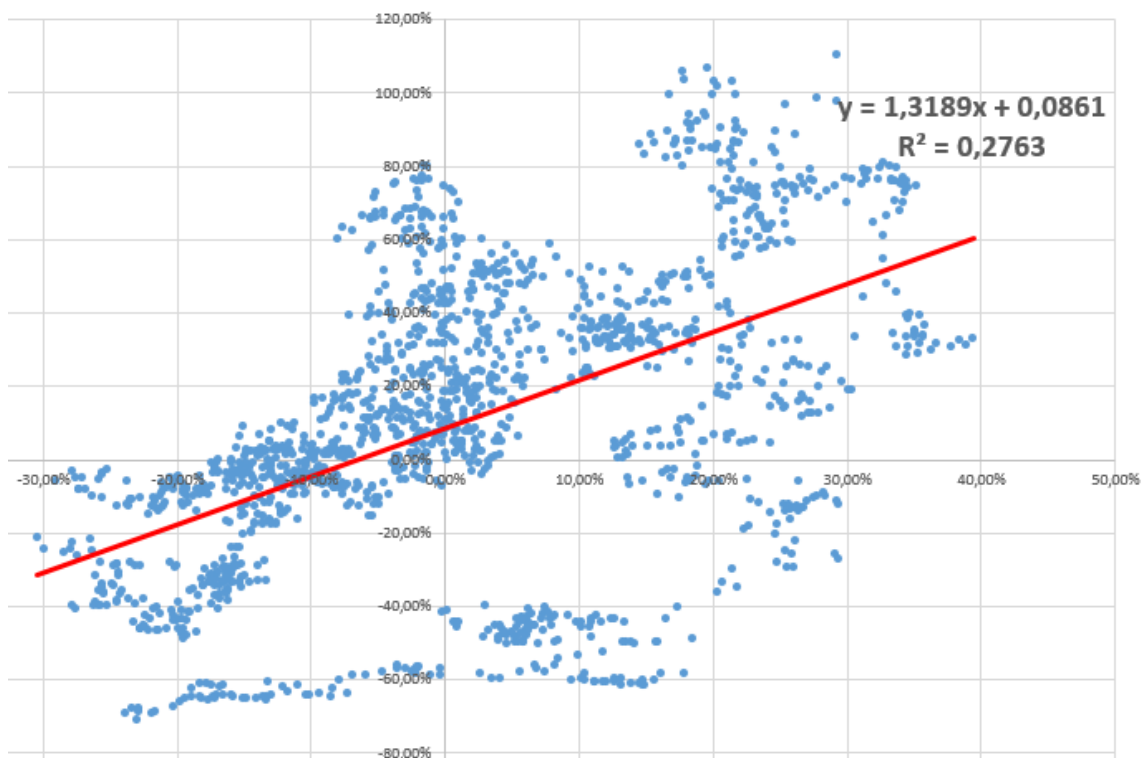


Figura 4.8. Modelo Sharpe Egipto

Fuente: Elaboración propia

Analizando la recta de regresión de la anterior figura se conocen los siguientes datos:

- Coeficiente de volatilidad del índice EGX 30 (1,3189) el cual al ser superior a 1 se califica como título agresivo.
- El riesgo sistemático (27,63%). Este riesgo es propio del mercado y no puede ser reducido mediante diversificación.
- El riesgo que depende el propio título, es decir, el riesgo específico (72,37%).

Como consecuencia de los datos expuestos, Egipto se presenta como una inversión agresiva, de alto riesgo, al ser su beta superior a la unidad. Por otra parte, el comportamiento del EGX 30 se presenta bastante independiente del índice MSCI (como fácilmente se observa en la figura 4.8, ya que el grado de ajuste del modelo es escaso), permitiendo al inversor reducir el riesgo específico del título en un 72,37% mediante una adecuada diversificación.

4.5. MODELO DE SHARPE EN POLONIA

En primer lugar, se han extraído los datos bursátiles de la página web investing.com, y empleando el tipo de cambio Dólar USD/Złoty, se han calculado las rentabilidades anuales para el índice MSCI y el índice WIG de Polonia, tanto en moneda local como en dólares estadounidenses. Mostrando, asimismo, la diferencia existente entre las rentabilidades obtenidas por dicho índice en ambos tipos de moneda, local y estadounidense. Todo ello para el periodo de cotización comprendido entre el 24/04/2013 y el 03/05/2019.

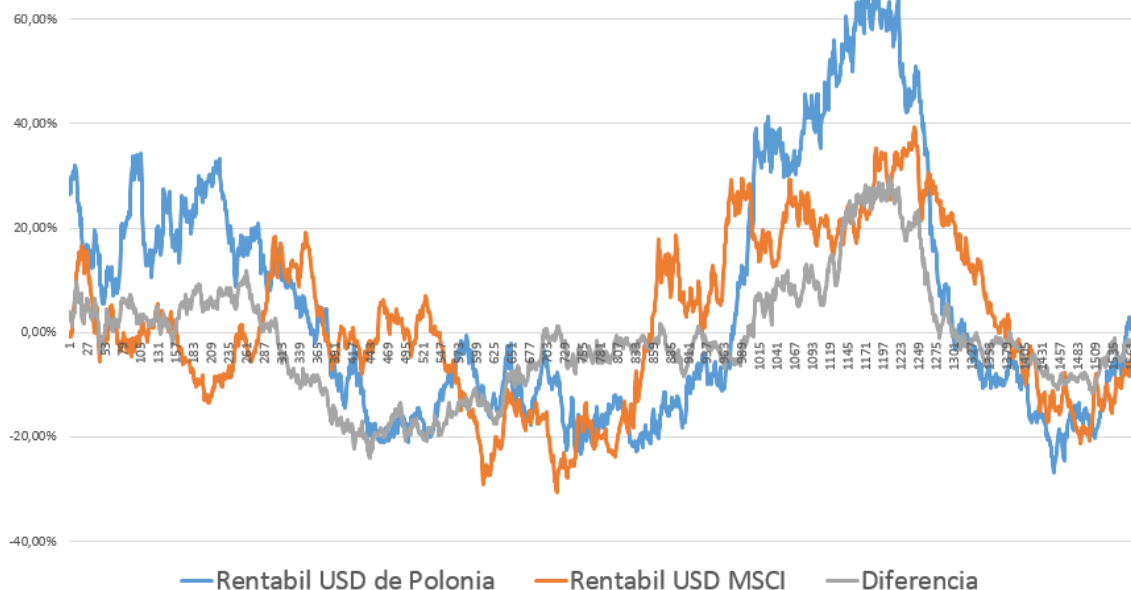


Figura 4.9. Rentabilidad MSCI y WIG

Fuente: Elaboración propia

Como se puede observar, durante la mayor parte del periodo analizado la rentabilidad ofrecida por el índice WIG es muy similar y sigue la tendencia del índice de referencia, salvo en el periodo comprendido entre 24/04/2013 y, aproximadamente, 05/06/2015. En dicho periodo el comportamiento mostrado por ambos índices es bastante contrapuesto, presentando un mejor comportamiento, e incluso positivo, el índice WIG de Polonia con respecto al índice MSCI en la primera mitad de dicho intervalo de tiempo, y viceversa en la segunda mitad del mismo.

Por su parte, el papel que ha jugado el tipo de cambio en la rentabilidad ofrecida por el índice WIG se puede dividir en tres periodos. Un primer periodo en el cual la línea gris está por encima de cero, indicando una mayor fortaleza de la inversión en dólares USD frente al Złoty. Un segundo periodo con una moderada apreciación del Złoty, haciendo que la inversión en dólares sea menos rentable (incluso un 20% de diferencia entre ambas rentabilidades). Un último periodo, en el cual el Złoty se deprecia provocando el incremento en la rentabilidad ofrecida por la inversión en dólares; si bien parece que en la actualidad la tendencia se está revirtiendo o tiende a la paridad.

Continuando con la aplicación del modelo de Sharpe, se va a analizar la información obtenida en la Figura 4.10:

- Coeficiente de volatilidad del índice IPSA (1,0015) el cual al ser igual a 1 se califica como título normal.
- El riesgo sistemático (44,22%). Este riesgo es propio del mercado y no puede ser reducido mediante diversificación.
- El riesgo que depende del propio título, es decir, el riesgo específico (55,78%).

El índice de Polonia es el primer título que muestra un coeficiente de volatilidad igual a la unidad. Además, presenta un riesgo sistemático y específico próximo al 50%. En definitiva, parece ser un título que se comporta de forma bastante similar al mercado o, en este caso, al índice MSCI de los países emergentes.

A continuación, se muestra el modelo de Sharpe para el título que se está analizando y, al igual que sucedía para el índice IPSA de Chile, la nube de puntos del gráfico de dispersión es uno de los que más se ajusta a la recta (de todos los títulos analizados hasta el momento).

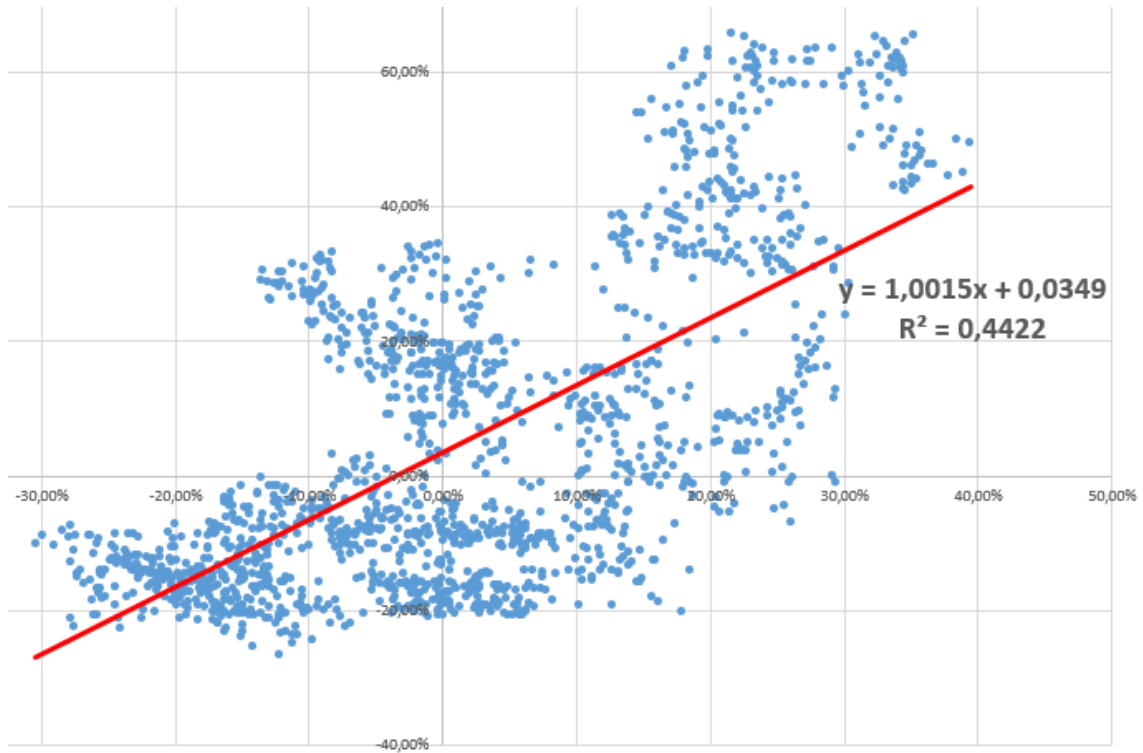


Figura 4.10. Modelo de Sharpe Polonia

Fuente: Elaboración propia

4.6. MODELO DE SHARPE EN QATAR

Inicialmente, se han extraído los datos bursátiles de la página web investing.com, y empleando el tipo de cambio Dólar USD/Rial, se han calculado las rentabilidades anuales para el índice MSCI y el índice QTX de Qatar, tanto en moneda local como en dólares estadounidenses. Mostrando, asimismo, la diferencia existente entre las rentabilidades obtenidas por dicho índice en ambos tipos de moneda. Todo ello para el periodo de cotización comprendido entre el 18/03/2013 y el 03/05/2019

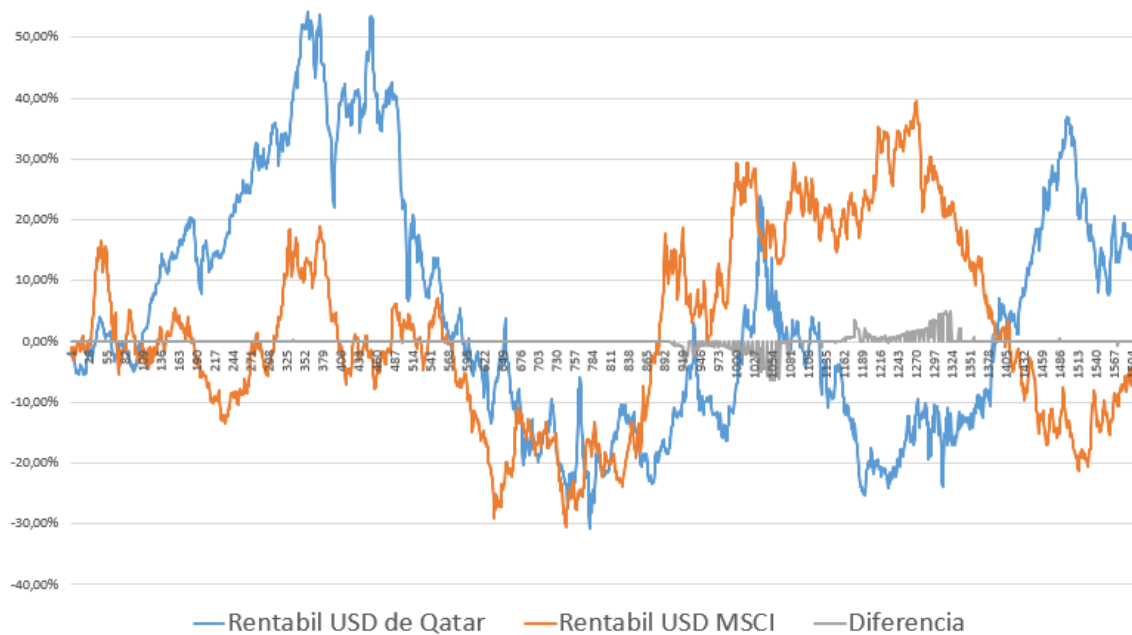


Figura 4.11. Rentabilidad MSCI y QTX

Fuente: Elaboración propia

En primer lugar, hay que mencionar que El Rial de Qatar está vinculado al dólar estadounidense a un tipo de cambio fijo de 1 USD = 3.64 QR. Además, se establecen límites superiores e inferiores de 3.6415 QR y 3.6385 QR para la compra y venta de dólares del Banco Central de Qatar con bancos que operan en Qatar. Esta tasa fue consagrada en la ley de Qatar por el Real Decreto N° 34 de 2001, firmado por Hamad bin Khalifa Al Thani, Emir de Qatar, el 9 de julio de 2001, tal y como se expuso en la descripción de la moneda de Qatar (epígrafe 2.3.6).

En cuanto al análisis de la figura 4.11, se deduce que el comportamiento del índice QTX es bastante independiente del índice MSCI de los países emergentes, pues salvo en algunos breves periodos en los que el índice QTX sigue la tendencia del MSCI, sobre todo en el periodo central del gráfico, el comportamiento de dicho índice es totalmente independiente en cuanto a tendencia se refiere. De hecho, en el último tramo se observa un comportamiento simétrico, casi como un espejo.

Con respecto al tipo de cambio, se observa perfectamente la acción del gobierno en el control de la moneda qatarí, ya que la línea gris se mantiene próxima a cero durante todo el periodo objeto de análisis.

A continuación, se muestra el modelo de Sharpe para el índice QTX de Qatar.

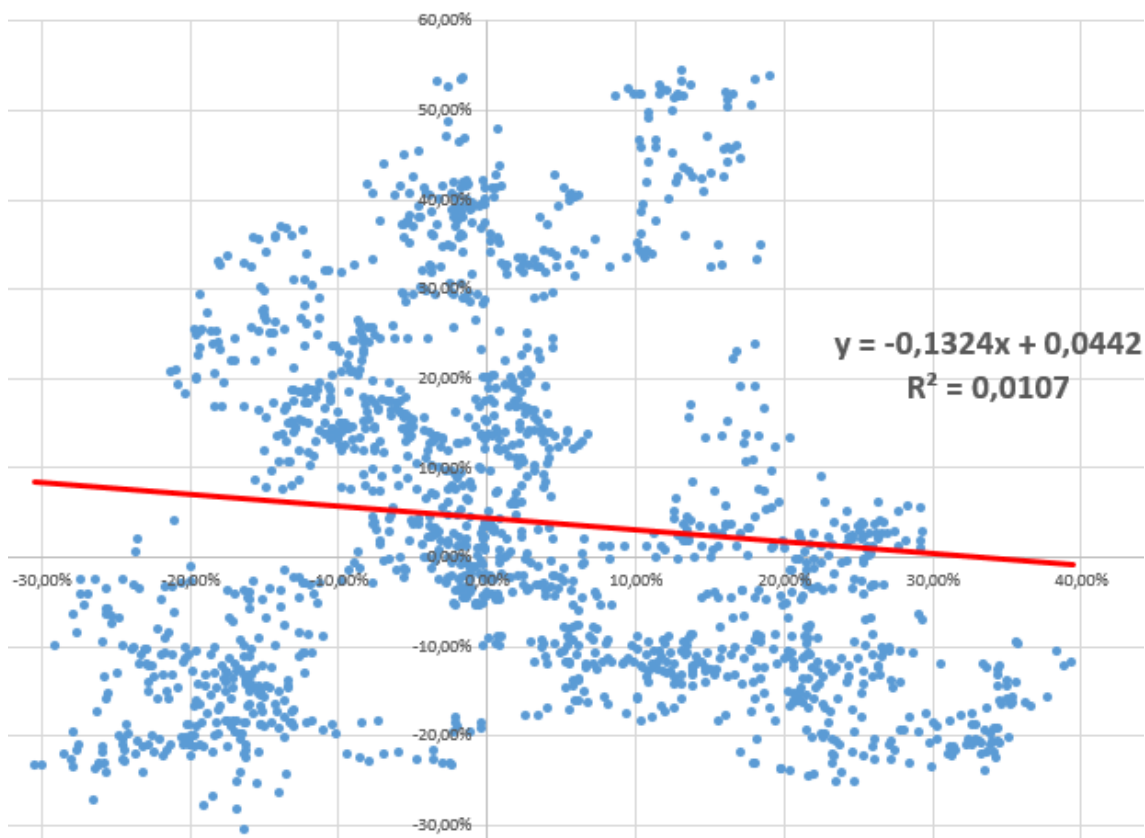


Figura 4.12. Modelo de Sharpe Qatar

Fuente: *Elaboración propia*

Analizando la recta de regresión de la anterior figura se conocen los siguientes datos:

- Coeficiente de volatilidad del índice QTX (-0,1324) el cual al ser inferior a 1 se califica como título conservador.
- El riesgo sistemático (1,07%). Este riesgo es propio del mercado y no puede ser reducido mediante diversificación.
- El riesgo que depende el propio título, es decir, el riesgo específico (98,93%).

Como consecuencia de los datos expuestos, Qatar se presenta como una inversión conservadora, de bajo riesgo, al ser su beta inferior a la unidad. Por otra parte, el comportamiento del índice QTX se muestra totalmente independiente del índice MSCI (como fácilmente se observa en la figura 4.12, ya que el grado de ajuste del modelo es prácticamente nulo), permitiendo al inversor reducir el riesgo específico del título en un 98,93% mediante una adecuada diversificación.

4.7. MODELO DE SHARPE EN LA REPÚBLICA CHECA

Una vez extraídos los datos bursátiles de la página web investing.com, y empleando el tipo de cambio Dólar USD/Corona checa, se han calculado las rentabilidades anuales para el índice MSCI y el índice PX de la República Checa, tanto en moneda local como en dólares estadounidenses. Mostrando, asimismo, la diferencia existente entre las rentabilidades obtenidas por dicho índice en ambos tipos de moneda, local y estadounidense. Todo ello para el periodo de cotización comprendido entre el 30/04/2013 y el 03/05/2019.

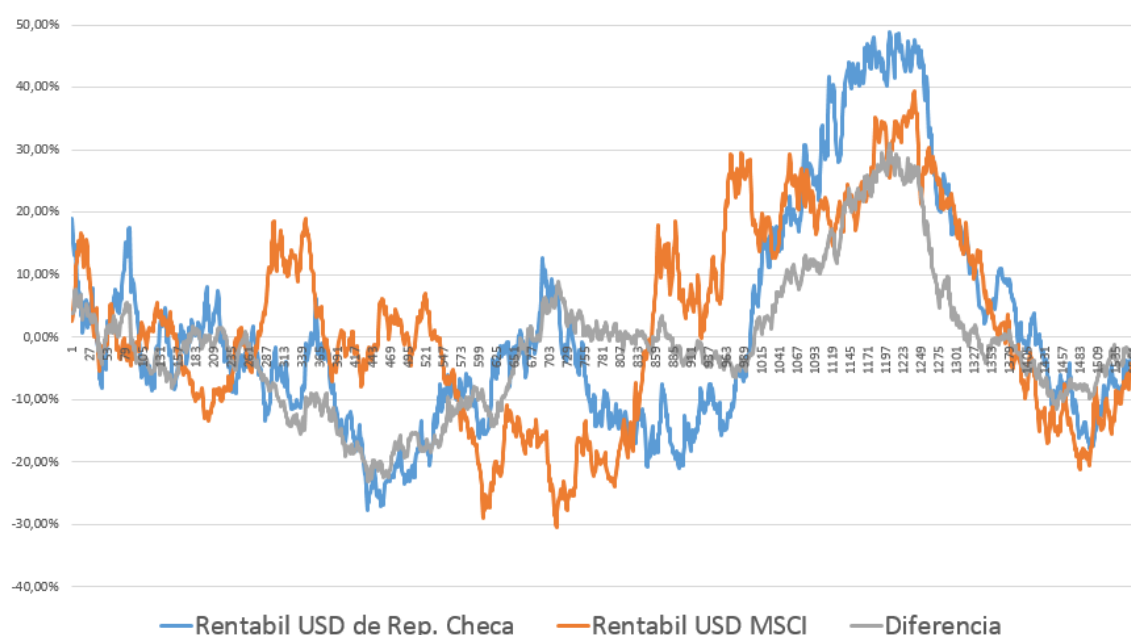


Figura 4.13. Rentabilidad MSCI y PX

Fuente: Elaboración propia

Como se puede observar, durante la mayor parte del periodo analizado la rentabilidad ofrecida por el índice PX parece mostrar una tendencia en sentido contrario al índice de referencia, salvo en el último tramo del periodo analizado, en el cual ambos índices presentan una evolución similar. Por otra parte, la rentabilidad media ofrecida por el país objeto de análisis es inferior al índice MSCI, un 0.91% menor en el periodo analizado.

Por su parte, el papel que ha jugado el tipo de cambio en la rentabilidad ofrecida por el índice PX se puede dividir en tres periodos. Un primer periodo en el cual la línea gris pasa a ser negativa (por debajo de cero), indicando una mayor fortaleza de la inversión en Coronas Checas frente al dólar USD. Un segundo periodo con una moderada depreciación de la Corona Checa, haciendo que la inversión en dólares sea más rentable (incluso un 30% de diferencia entre ambas rentabilidades en el punto de mayor diferencia). Un último periodo, en el cual la Corona Checa se aprecia provocando el decremento en la rentabilidad ofrecida por la inversión en dólares; si bien parece que en la actualidad la tendencia se está revirtiendo o tiende a la paridad.

A continuación, se muestra el modelo de Sharpe para el índice PX de la República Checa.

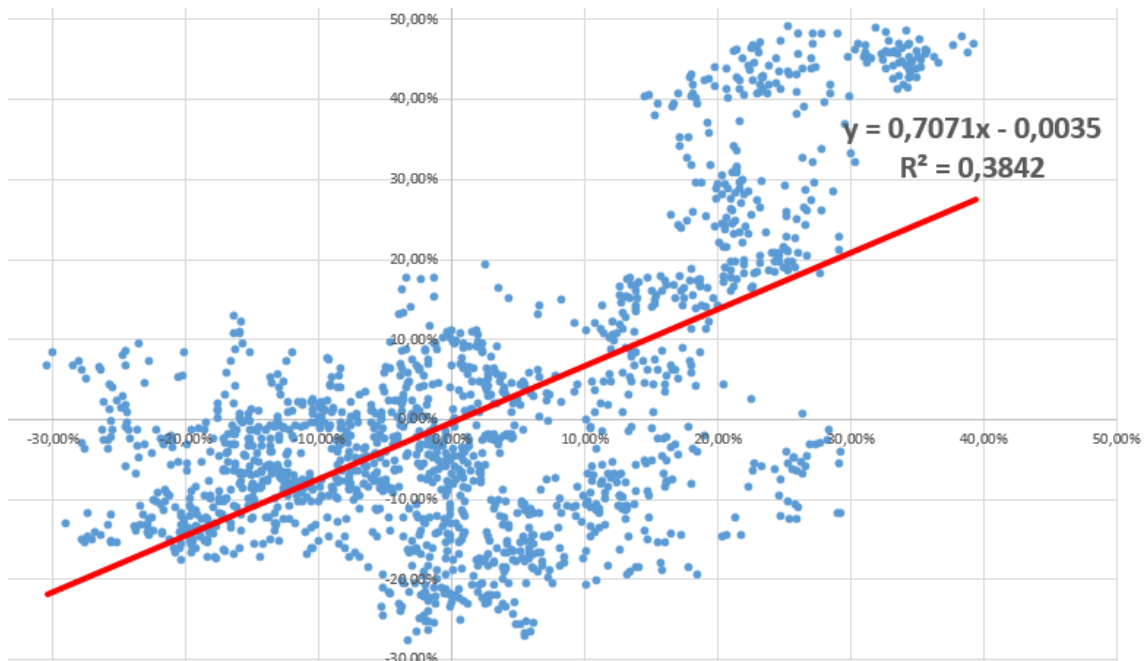


Figura 4.14. Modelo de Sharpe República Checa

Fuente: Elaboración propia

Continuando con la aplicación del modelo de Sharpe, se va a analizar la información obtenida en la Figura 4.14:

- Coeficiente de volatilidad del índice PX (0,7071) el cual al ser inferior a 1 se califica como título conservador.
- El riesgo sistemático (38,42%). Este riesgo es propio del mercado y no puede ser reducido mediante diversificación.
- El riesgo que depende el propio título, es decir, el riesgo específico (61,58%).

En este caso, se observa que el riesgo sistemático del índice de la República Checa es reducido en comparación con el específico, permitiendo al inversor reducir el riesgo de la cartera mediante una adecuada diversificación.

4.8. MODELO DE SHARPE EN TAILANDIA

En primer lugar, se han extraído los datos bursátiles de la página web investing.com, y empleando el tipo de cambio Dólar USD/Baht tailandés, se han calculado las rentabilidades anuales para el índice MSCI y el índice SET de Tailandia, tanto en moneda local como en dólares estadounidenses. Mostrando, asimismo, la diferencia existente entre las rentabilidades obtenidas por dicho índice en ambos tipos de moneda, local y estadounidense. Todo ello para el periodo de cotización comprendido entre el 18/02/2013 y el 03/05/2019.

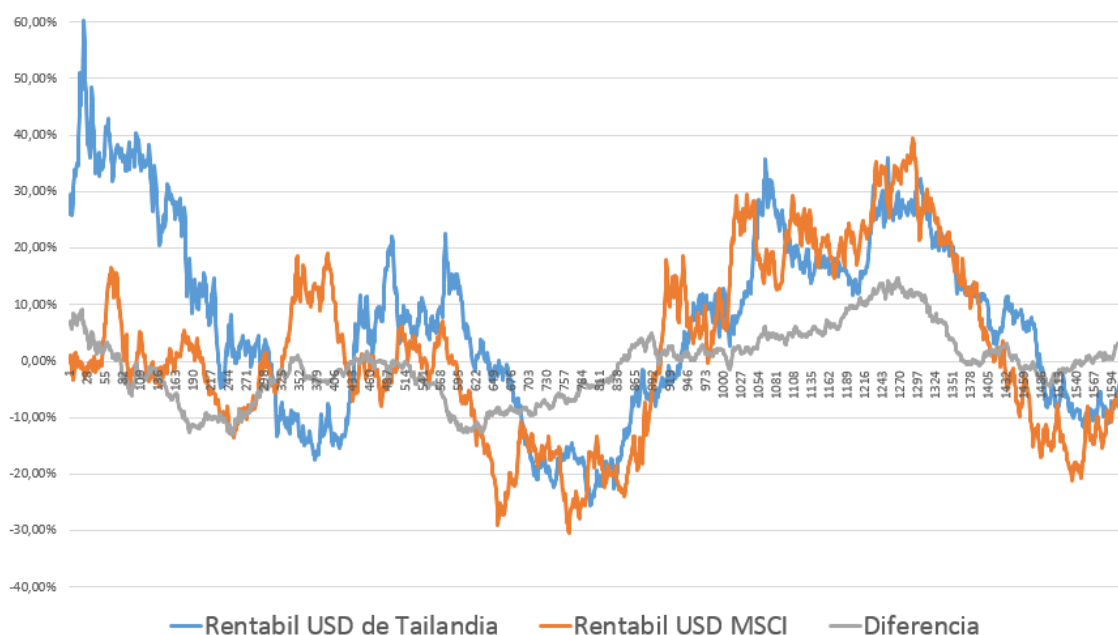


Figura 4.15. Rentabilidad MSCI y SET

Fuente: Elaboración propia

Como se puede observar, durante la mayor parte del periodo analizado la rentabilidad ofrecida por el índice SET es muy similar y sigue la tendencia del índice de referencia, salvo en el periodo comprendido entre febrero de 2013 y junio de 2014 en el cual el índice SET presenta una mayor rentabilidad que el MSCI (diferencias de hasta un 30% entre ambas rentabilidades), y entre junio de 2014 y, aproximadamente, enero de 2015 cuya evolución es simétrica a la de dicho índice de referencia.

Por su parte, el papel que ha jugado el tipo de cambio en la rentabilidad ofrecida por el índice SET se puede dividir en varios periodos alcistas y bajistas. Un primer periodo bajista que comienza en febrero de 2013 en el cual la línea gris evoluciona hasta encontrarse por debajo de cero, indicando una mayor fortaleza de la inversión en Baht frente al dólar USD. Un primer periodo alcista, aunque no muy acusado, que permite llevar la rentabilidad de ambos índices casi a la paridad en cuanto a tipo de cambio se refiere; un segundo periodo bajista alrededor de febrero-marzo de 2015 que indica la apreciación de la moneda de Tailandia frente al Dólar USD; un último periodo caracterizado por la depreciación del Baht tailandés frente al dólar USD implicando con ello una mayor rentabilidad de las inversiones en dólares hasta el final del periodo analizado.

Continuando con la aplicación del modelo de Sharpe, se va a analizar la información obtenida en la Figura 4.16:

- Coeficiente de volatilidad del índice SET (0,624) el cual al ser inferior a 1 se califica como título conservador.
- El riesgo sistemático (34,18%). Este riesgo es propio del mercado y no puede ser reducido mediante diversificación.
- El riesgo que depende el propio título, es decir, el riesgo específico (65,82%).

En el presente índice tailandés, se observa que el riesgo sistemático es reducido en comparación con el específico, permitiendo al inversor reducir el riesgo de la cartera mediante una adecuada diversificación.

A continuación, se muestra el modelo de Sharpe para el título que se está analizando, siendo la recta de regresión bastante similar a la mostrada para el índice PX de la República Checa.

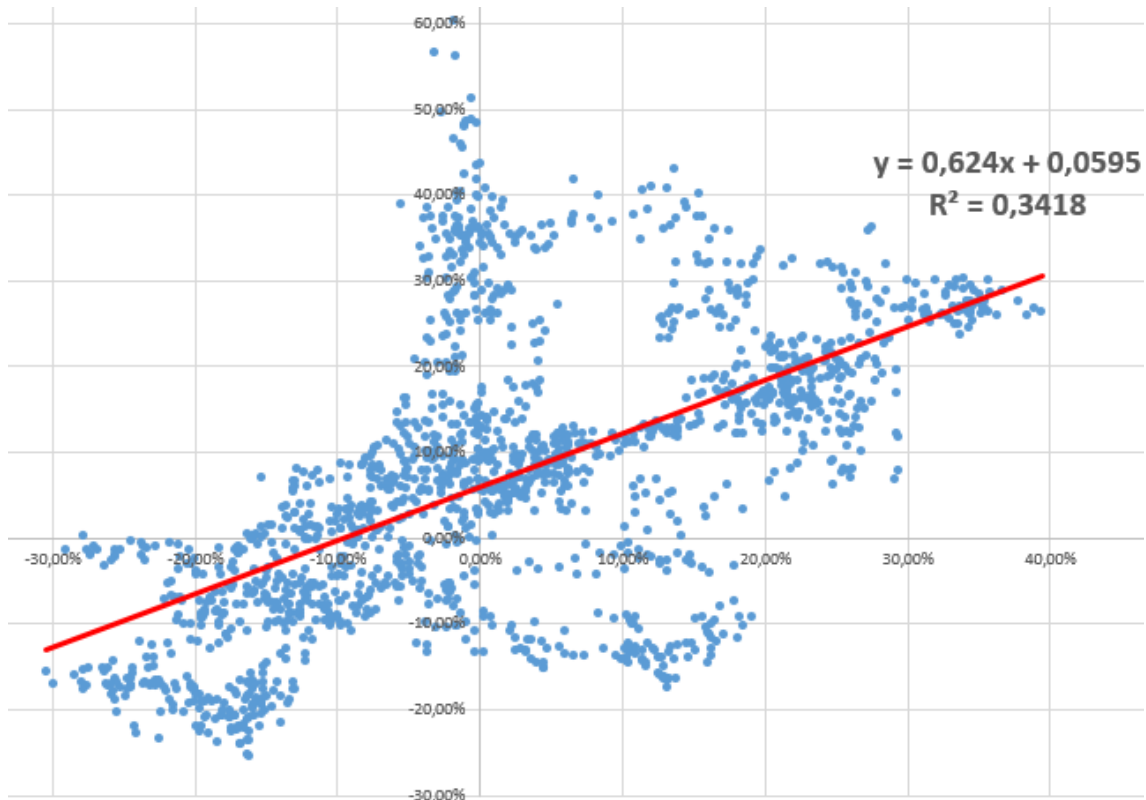


Figura 4.16. Modelo de Sharpe Tailandia

Fuente: Elaboración propia

4.9. MODELO DE SHARPE EN TAIWÁN

Inicialmente, se han extraído los datos bursátiles de la página web investing.com, y empleando el tipo de cambio Dólar USD/Nuevo Dólar de Taiwán, se han calculado las rentabilidades anuales para el índice MSCI y el índice Taiwan Weight, tanto en moneda local como en dólares USD. Mostrando, asimismo, la diferencia existente entre las rentabilidades obtenidas por dicho índice en ambos tipos de moneda. Todo ello para el periodo de cotización comprendido entre el 22/03/2013 y el 03/05/2019.

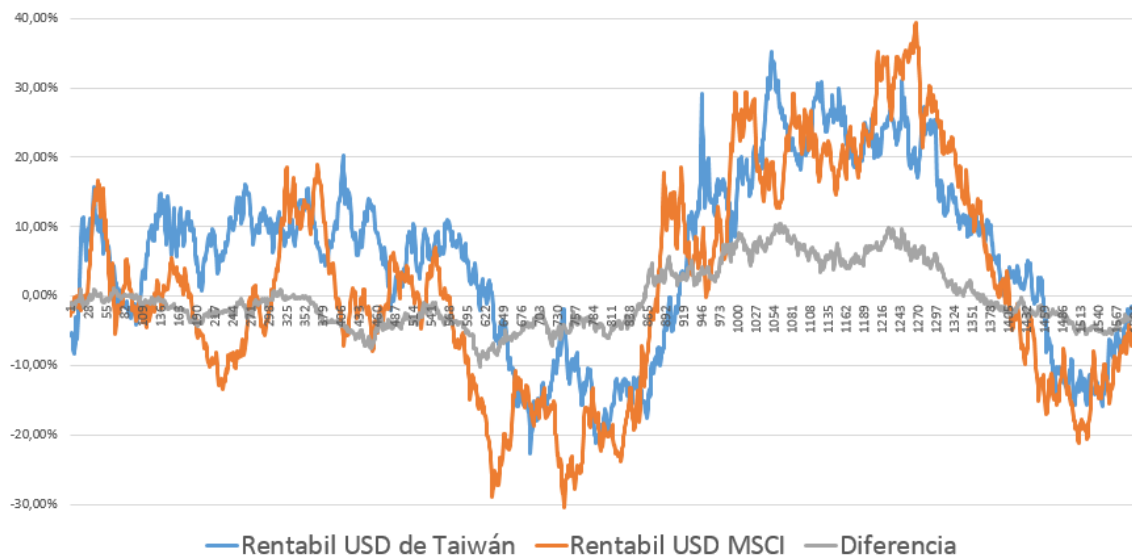


Figura 4.17. Rentabilidad MSCI y Taiwan Weight

Fuente: Elaboración propia

Del anterior gráfico se deduce que el comportamiento del índice taiwanés es bastante similar al índice MSCI, pues en términos generales los periodos alcistas y bajistas siguen las mismas tendencias en ambos casos. También cabe destacar la menor volatilidad, y brusquedad de la misma ante los cambios, de la rentabilidad experimentada por parte del índice Taiwan Weight, en comparación, por ejemplo, con índices como el de Egipto (con picos de rentabilidad superiores al 100%) o el índice COLCAP de Colombia (con rentabilidades superiores al 60%). Además, se observan claramente cuatro periodos bien marcados. El primero periodo caracterizado por la constancia en la rentabilidad (media del 8%). Un segundo tramo de rentabilidad negativa (media del -10%). El tercer periodo marcado por la recuperación y optimismo del índice, con rentabilidades superiores al 30% en algunos momentos. Finalmente, un último tramo de caída con vistas a recuperarse en breve, según la tendencia observada en el índice Taiwan Weight.

Con respecto al tipo de cambio, la característica principal de este es la constancia. El tipo de cambio Dólar USD/Nuevo dólar de Taiwán fluctúa en el intervalo 29-33 durante todo el periodo analizado. Por este motivo, la diferencia entre la rentabilidad del índice taiwanés en moneda local y en dólares se mantiene constante en la franja -10/10 por ciento en todo momento.

A continuación, se muestra el modelo de Sharpe para el índice Taiwan Weight.

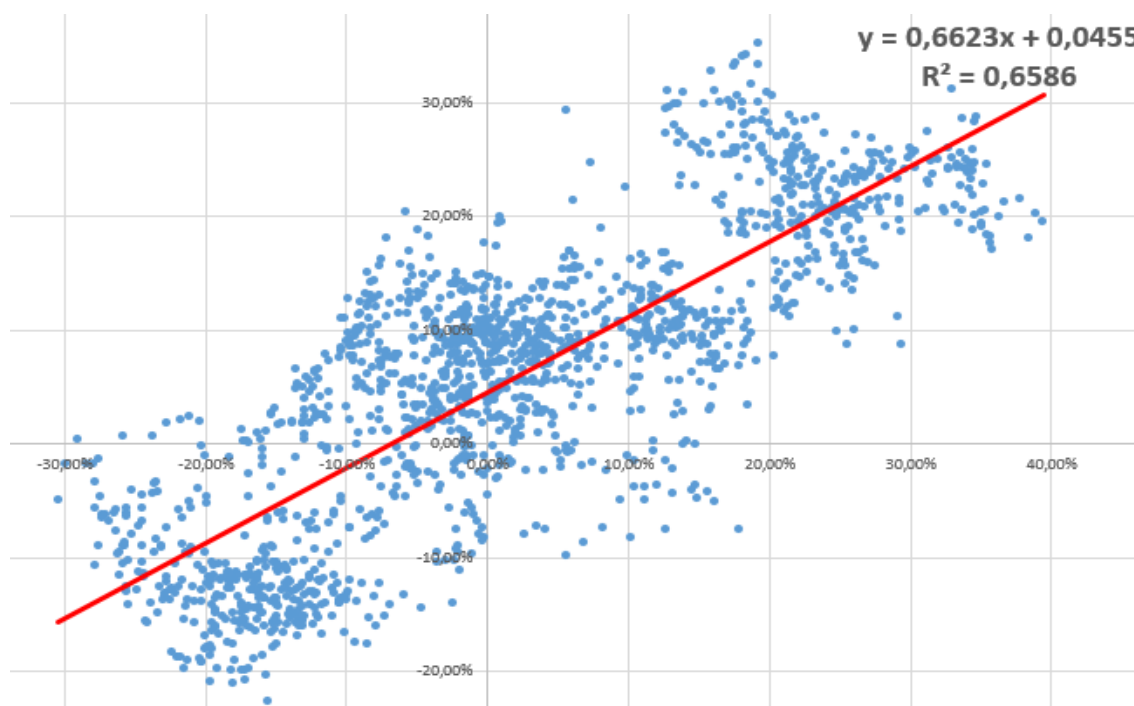


Figura 4.18. Modelo de Sharpe Taiwán

Fuente: Elaboración propia

A raíz de la anterior figura se conocen los siguientes aspectos:

- Coeficiente de volatilidad del índice Taiwan Weight (0,6623) el cual al ser inferior a 1 se califica como título conservador.
- El riesgo sistemático (65,86%). Este riesgo es propio del mercado y no puede ser reducido mediante diversificación.
- El riesgo que depende el propio título, es decir, el riesgo específico (34,14%).

En este caso, y al igual que los datos arrojados por el modelo de Sharpe en Chile, el riesgo sistemático del índice de Taiwan Weight es mayor en comparación con el específico, implicando una menor posibilidad de reducir el riesgo de la cartera por parte del inversor a través de la diversificación, ya que este título solo permite reducir dicho riesgo en un 34,14%.

4.10. LÍNEA DE MERCADO O SML DE LOS PAÍSES SELECCIONADOS

En el último apartado del capítulo 4, y a partir de todos los datos calculados y expuestos en los apartados anteriores, se va a realizar una estimación sobre la futura rentabilidad de las inversiones o títulos, relacionando para ello la rentabilidad esperada del mercado y la beta. De esta forma, se obtiene la *Security Market Line* (SML) que mide la relación entre la rentabilidad esperada del título y el coeficiente de volatilidad.

Como se describió en el capítulo 3, se parte de la siguiente fórmula que indica el escenario de equilibrio que se daría a medio plazo entre todos los títulos del mercado en función de su correspondiente rentabilidad y riesgo.

$$E(R_t) = R_f + [E(R_m) - R_f] * \beta_t$$

En esta situación de equilibrio a medio plazo, todos los títulos deben situarse sobre la línea de mercado o SML, como se muestra en la siguiente figura:

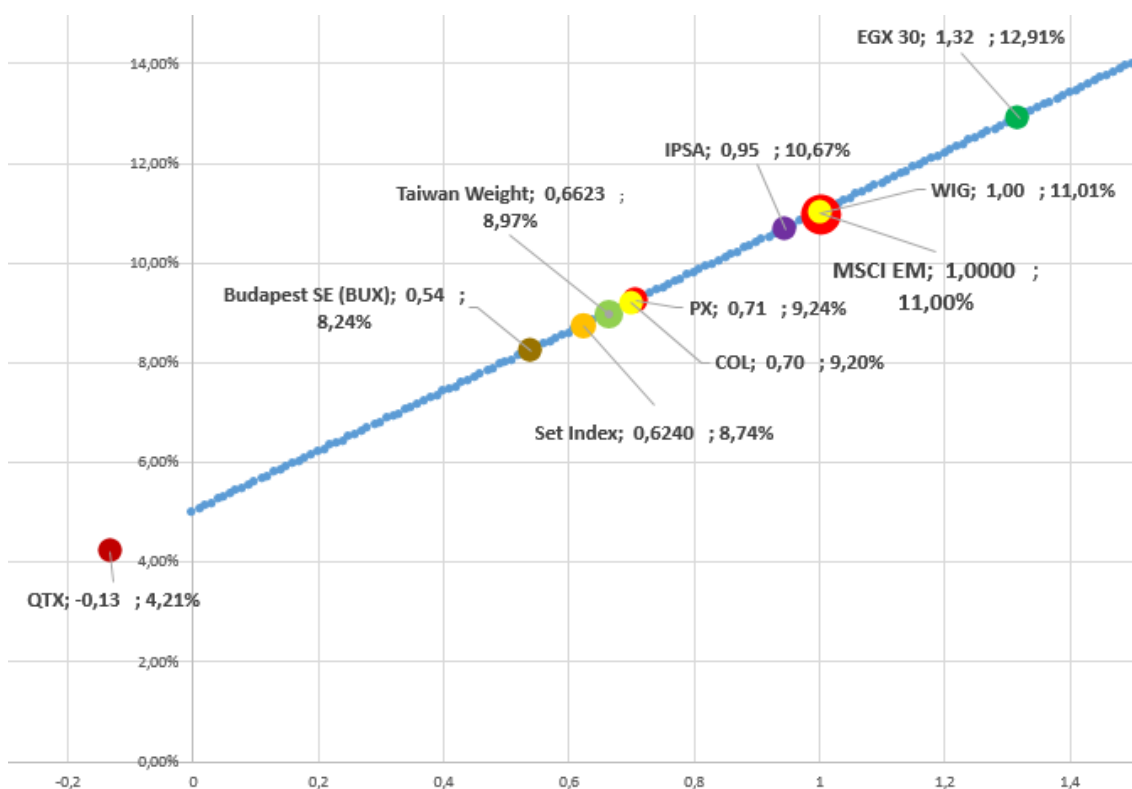


Figura 4.19. Línea de mercado o SML (equilibrio)

Fuente: Elaboración propia

La línea de mercado nos indica también qué títulos son conservadores, normales y agresivos. Así, se observa que el único título agresivo es el EGX 30 referente a Egipto, el único título normal (presenta un comportamiento igual al MSCI de los países emergentes) es el WIG de Polonia y todos los demás títulos son conservadores.

Por otra parte, la SML también muestra el grado de correlación entre cada título de forma individual con el índice MSCI. Cuanto más próximo se encuentre el título del MSCI EM en la línea de mercado, mayor es la correlación con el mismo. Por ende, el título menos correlacionado con el índice de referencia es el QTX de Qatar. Otro dato de relieve es la ordenación de la rentabilidad esperada, siendo menor cuanto más a la izquierda se encuentre el título sobre la SML, y mayor cuanto más hacia la derecha.

Por último, si se compara el escenario de equilibrio anterior con la situación real, se podría determinar si conviene, o no, adquirir un determinado título. Todo ello se analizará en el capítulo 5.

CAPÍTULO 5. ELABORACIÓN DE LA ESTRATEGIA DE INVERSIÓN EN PAÍSES EMERGENTES

El presente capítulo viene a determinar la estrategia óptima de inversión en tres escenarios posibles: corto plazo (inferior al mes), medio plazo (entre uno y seis meses) y largo plazo (un año o más).

Para elaborar dicha estrategia se va a tener en cuenta todo el análisis realizado en el presente trabajo de investigación, es decir, se tomará la decisión de invertir o no en un determinado título en base al estudio de las perspectivas económico-financieras realizado en el capítulo 2, al análisis del modelo de Sharpe expuesto en el capítulo 4 y la posición que ocupen los diferentes títulos en la línea de mercado o SML que se va a mostrar, para cada horizonte temporal, en el capítulo 5. Así las cosas, se va a proceder a exponer la estrategia de inversión a corto plazo.

5.1. ESTRATEGIA DE INVERSIÓN A CORTO PLAZO (INFERIOR AL MES)

En primer lugar, se va a mostrar la línea de mercado con las rentabilidades reales de la última sesión de cotización de los diferentes títulos y el indicador de referencia de los países emergentes (MSCI).

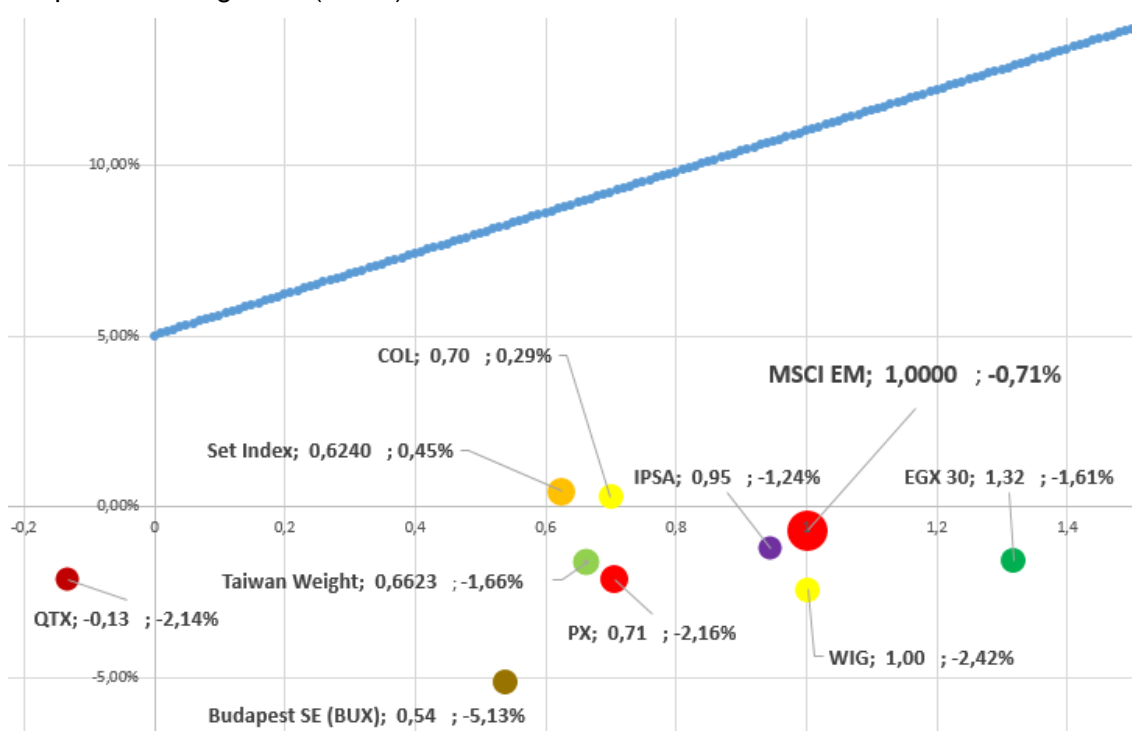


Figura 5.1. Rentabilidad última sesión (SML)

Fuente: Elaboración propia

Como fácilmente se observa en la anterior figura, todos los títulos salvo dos (COL y Set Index) se encuentran con rentabilidades negativas. Si se analizan las figuras del capítulo 4, concretamente aquellas que muestran la evolución de la rentabilidad del MSCI y de los títulos, se verá como en la última sesión todos los títulos, salvo los dos mencionados, presentan una tendencia negativa, es decir, de caída en la rentabilidad. Por este motivo, en la presente línea de mercado, el mapa de la situación actual es la que se observa en la anterior figura.

Como resultado, se recomienda no posicionarse en una posición compradora de manera inmediata. No obstante, a continuación se van a ilustrar tres figuras referentes a la rentabilidad real del último mes, así como la media y la mediana, para el mismo conjunto de títulos e índice de referencia. Con ello se tratará de determinar la estrategia óptima de inversión para el corto plazo.

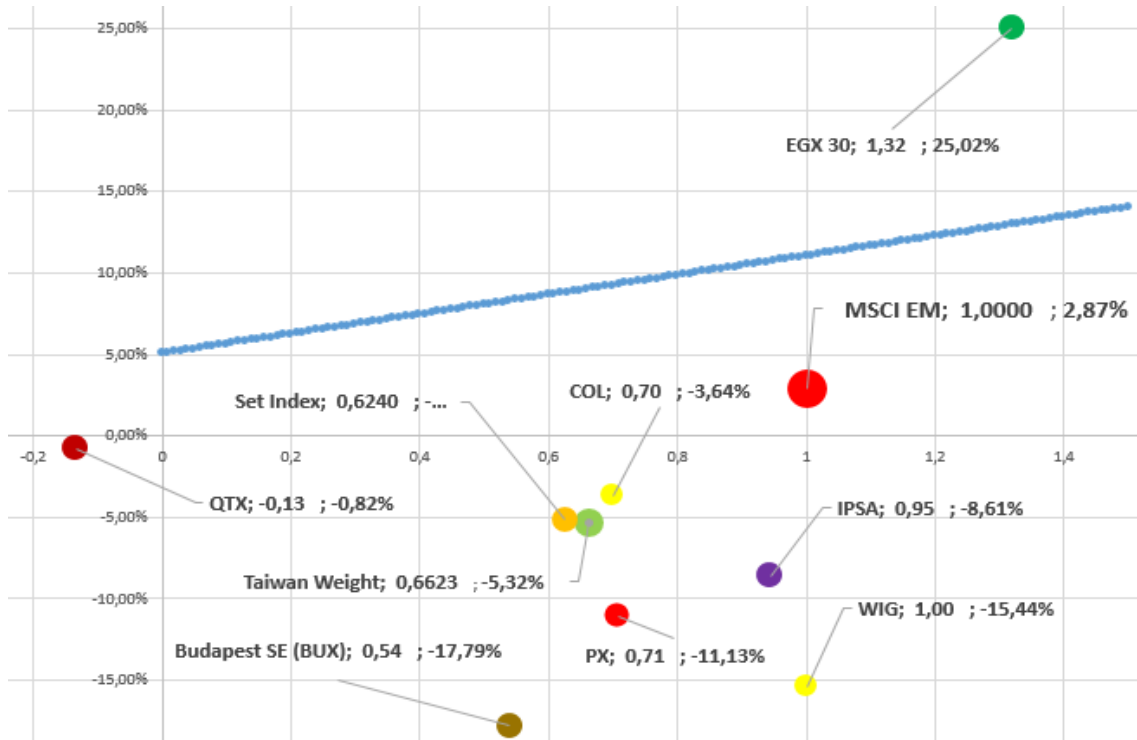


Figura 5.2. Rentabilidad último mes (SML)

Fuente: Elaboración propia

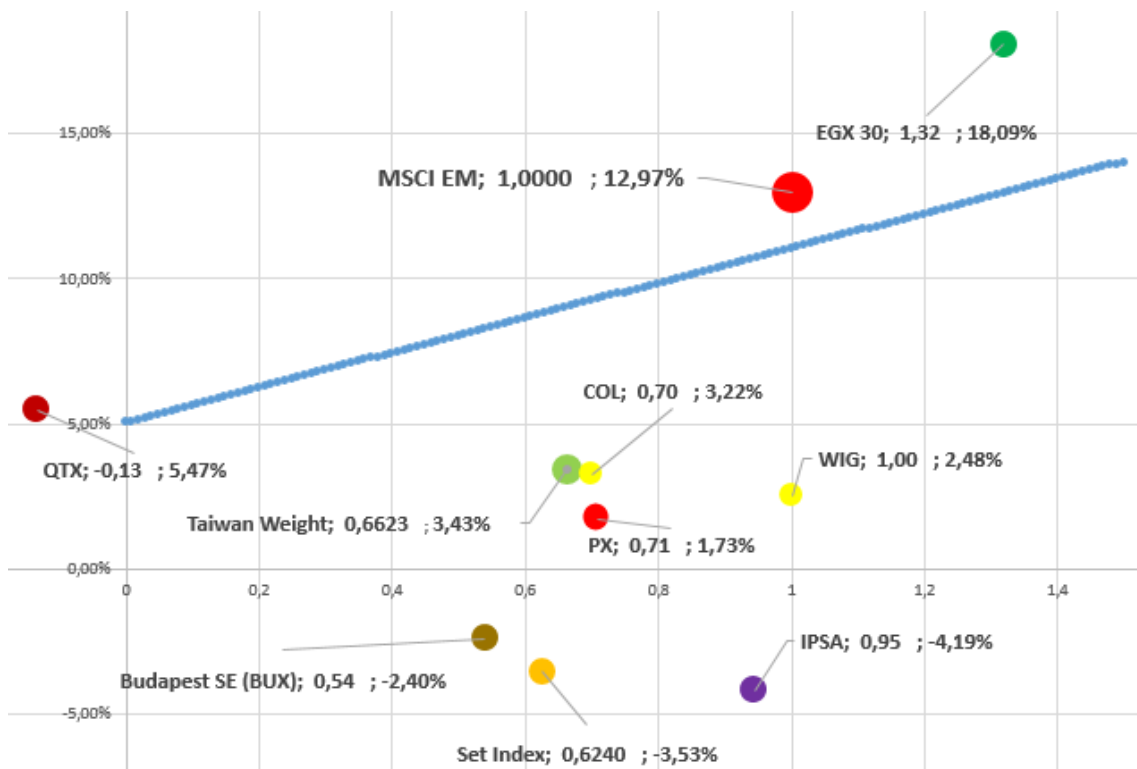


Figura 5.3. Rentabilidad media último mes (SML)

Fuente: Elaboración propia

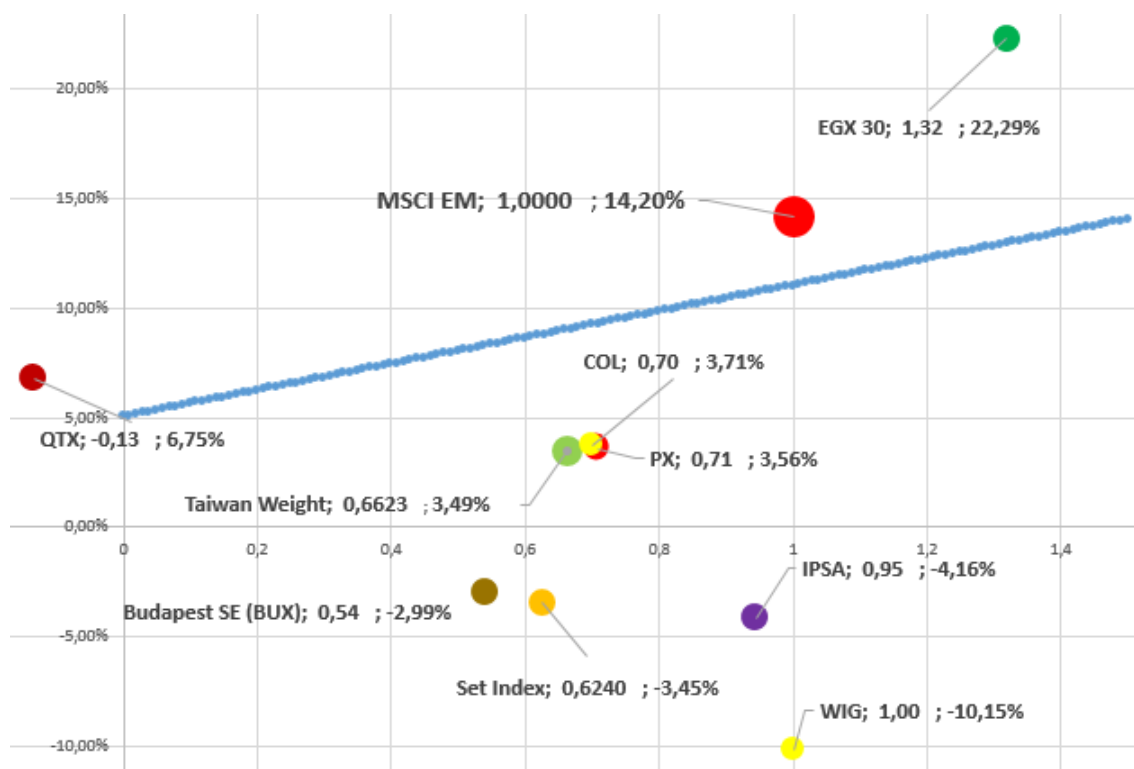


Figura 5.4. Rentabilidad mediana último mes (SML)

Fuente: Elaboración propia

Tomando de referencia solo la rentabilidad del último mes, no parece que la situación muestre cambios significativos, sobre todo a mejor, que permitan tomar una posición compradora por parte del inversor. De hecho, en su conjunto, la mayoría de los títulos presentan una rentabilidad en caída libre, con retrocesos de hasta el 17% en el caso de Budapest SE (BUX) o del 15% en el caso de WIG. Solo el índice de referencia MSCI parece haber mostrado un mejor comportamiento (rentabilidad de 2.87%) y, sobre todo, el título de Egipto (EGX 30), con una rentabilidad en el último mes del 25%. Sin embargo, si también se toma en consideración la rentabilidad media y mediana del último mes, el análisis es distinto.

La recomendación de no comprar sigue vigente para algunos títulos, concretamente los siguientes: IPSA y Budapest SE (BUX), ya que muestran rentabilidades negativas acusadas en todos los gráficos. Por tanto, la decisión de no comprar estos títulos en el corto plazo es clara.

También existen algunos títulos con evoluciones negativas en sus rentabilidades, aunque no de forma tan acusada como los anteriores (acusada no en todos los gráficos, pero sí en algunos; puesto que en el caso de WIG, por ejemplo, se alcanza un retroceso de la rentabilidad en el último mes y en la mediana de más del 10%). No obstante, los valores positivos arrojados no son lo suficientemente llamativos como para recomendar su compra. Tales títulos son: WIG y Set Index.

Ligeramente más positivos son los datos arrojados por los títulos PX, COL y Taiwan Weight. Aunque no en todos los gráficos, ni con rentabilidades espectaculares. Por ende, tampoco se recomienda adoptar una posición compradora en este caso.

Finalmente, se encuentran dos títulos, el QTX y el EGX 30, además del índice MSCI, con rentabilidades positivas o muy positivas, como es el caso del título de Egipto (EGX 20) con una rentabilidad media del último mes del 18%, aproximadamente.

Por tanto, la estrategia óptima de inversión a corto plazo para la constitución de una cartera, es la que sigue:

- ⊗ **50% de la inversión en Egipto.** Se ha decidido este porcentaje para aprovechar las altas rentabilidades que dicho título está ofreciendo en el corto plazo, siendo las mismas superiores a la rentabilidad esperada para dicho título, lo cual viene marcado por la recta SML (Egipto se encuentra por encima de la SML a un mes vista). Además, no se esperan cambios importantes en las próximas semanas, según el análisis del pronóstico realizado sobre Egipto y descrito en el capítulo 2. No obstante, hay que tener en cuenta que se trata de un título arriesgado, pues presenta una beta superior a la unidad, calificándolo como título agresivo. El dato positivo, además de su comportamiento considerablemente independiente del índice MSCI, es su bajo riesgo sistemático, permitiendo diversificar el riesgo con una adecuada diversificación, de ahí las dos restantes inversiones más conservadoras.
- ⊗ **35% de la inversión referenciada al índice MSCI.** Al ser el índice de referencia la beta es igual a 1 y, por tanto, la inversión se califica de normal. La rentabilidad media y mediana mensual es próxima al 12-14%, aunque la rentabilidad de la última sesión es ligeramente negativa (-0.71%). Pese a ello, y observando la evolución seguida por el índice MSCI ilustrada en las figuras del capítulo 4, se prevé un periodo alcista de dicho índice en el corto plazo. No obstante, siempre se debe ser prudentes y estar atentos a un posible revés generado por la incertidumbre del comercio mundial y la guerra comercial entre EE.UU. y China, la cual podría provocar un truncamiento en la evolución positiva esperada.
- ⊗ **15% de la inversión en Qatar.** Qatar presenta una beta inferior a la unidad, siendo por tanto una inversión conservadora. Además, el comportamiento del título es totalmente independiente del índice MSCI, presentando un riesgo sistemático cercano al 1%. Teniendo presente estos datos, se considera adecuado diversificar la cartera con el presente título. Sin embargo, aunque la rentabilidad media y mediana del último mes es positiva y superior a la línea de mercado, si se observa la figura 4.11 (Rentabilidad MSCI y QTX) se puede prever una ligera caída de la rentabilidad en las próximas semanas, aunque en el cómputo del mes la rentabilidad se recupere y sea positiva. Por ello, se ha considerado prudente no invertir un mayor porcentaje en este título hasta ver la dirección que toma la rentabilidad en los próximos días y/o semanas y comprobar la existencia, o no, de un posible rebote alcista.

5.2. ESTRATEGIA DE INVERSIÓN A MEDIO PLAZO (ENTRE 1 Y 6 MESES)

En este epígrafe, y al igual que se hizo en el anterior, se va comenzar ilustrando tres figuras referentes a la rentabilidad real del último semestre, así como la media y la mediana, para el mismo conjunto de títulos e índice de referencia. A partir de ahí, se tratará de determinar la estrategia óptima de inversión para el medio plazo.

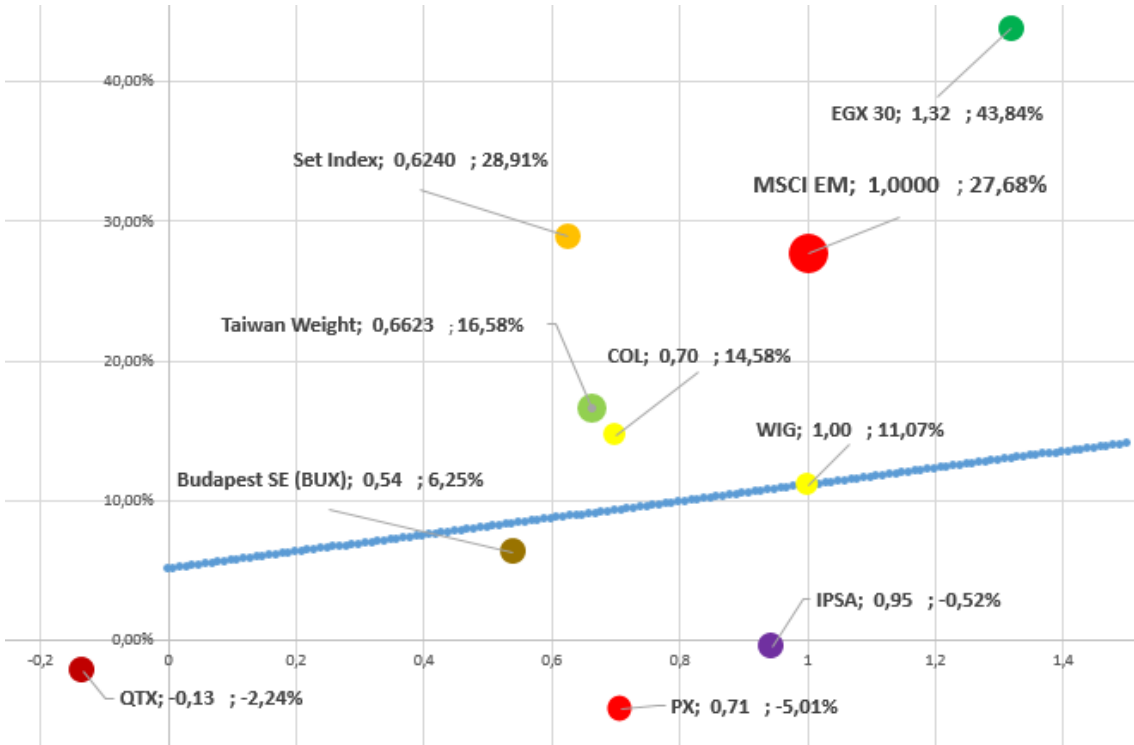


Figura 5.5. Rentabilidad último semestre (SML)

Fuente: Elaboración propia

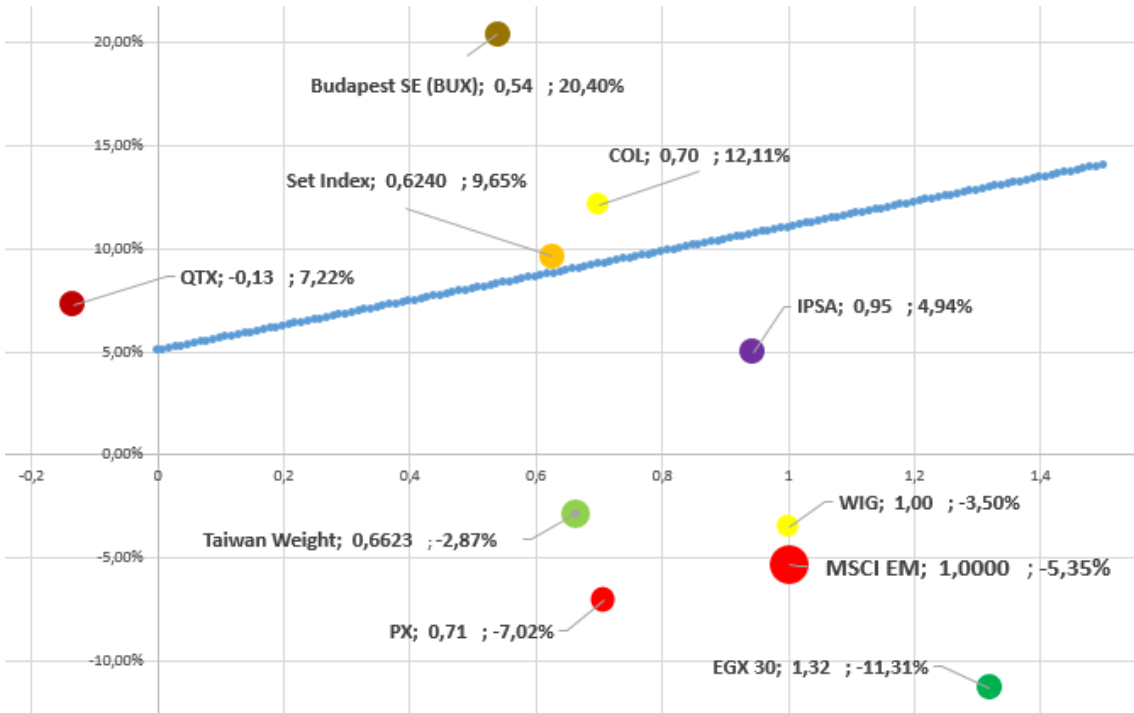


Figura 5.6. Rentabilidad media último semestre (SML)

Fuente: Elaboración propia

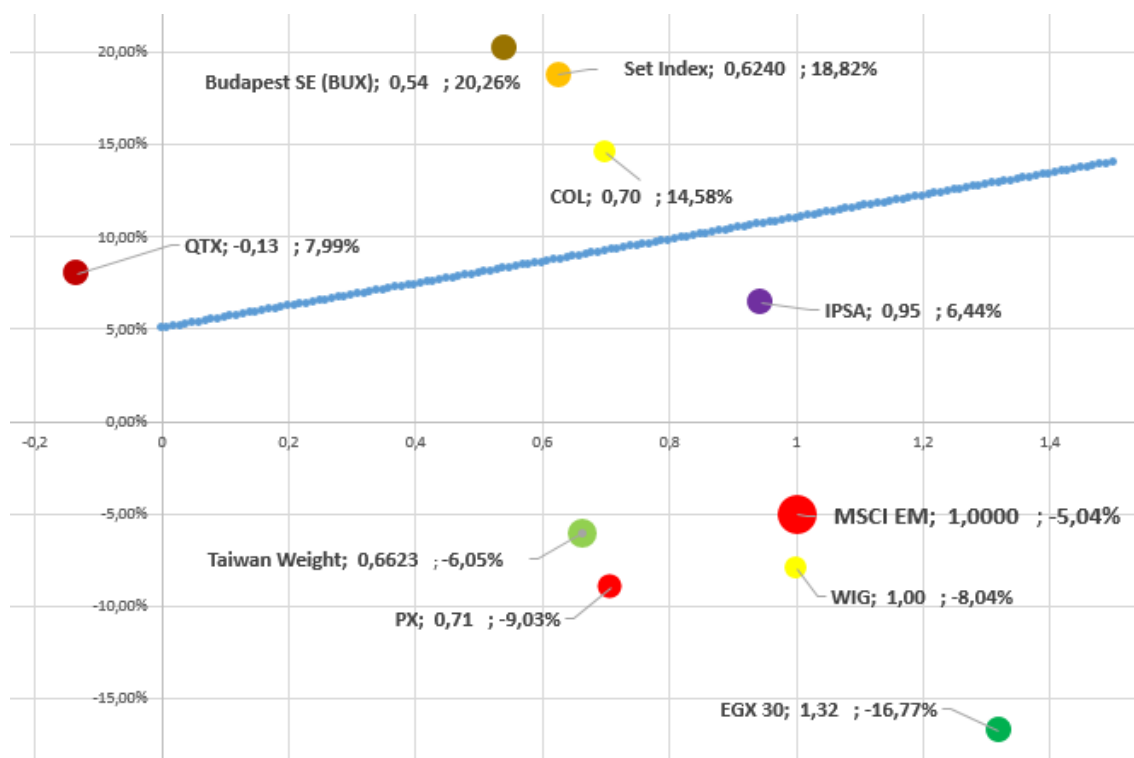


Figura 5.7. Rentabilidad mediana último semestre (SML)

Fuente: Elaboración propia

Una observación rápida de las anteriores figuras pone de manifiesto que el título de la República Checa (PX) no resulta aconsejable incluirlo en la cartera de inversión, puesto que presenta una rentabilidad semestral (media y mediana inclusive) en retroceso (entre el 5-9%). Aunque la rentabilidad del último semestre es positiva y la tendencia a corto plazo parece favorable, tampoco se aconseja la inversión a medio plazo en el índice de referencia MSCI, al menos hasta poder determinar con mayor seguridad su tendencia a medio plazo después de haberse agotado el impulso alcista actual. Misma conclusión de prudencia se alcanza en el caso de Taiwán (Taiwan Weight) y Polonia (WIG). Finalmente, el título de Chile (IPSA) no se va a recomendar por tener una beta próxima a la unidad (comportamiento muy similar al índice MSCI y, por tanto, aparecen las mismas dudas sobre su tendencia a medio plazo), un riesgo sistemático superior al 50%, y situarse siempre por debajo de la línea SML en las figuras ilustradas anteriormente.

En el lado opuesto, se encuentran el título de Tailandia (Set Index), el de Colombia (COL o COLCAP) y el de Hungría (Budapest SE (BUX)). Todos ellos son candidatos principales para conformar la estrategia óptima de inversión a medio plazo, sobre todo, por presentar rentabilidades positivas en todas las figuras anteriormente ilustradas.

Por otra parte, existe una serie de títulos que ofrecen resultados menos claros en cuanto a la evolución de la rentabilidad semestral, es decir, presentan datos positivos en algunas figuras y negativos en otras. Por tanto, se deben analizar en mayor detalle para poder tomar la decisión sobre su inclusión, o no, en la cartera de inversiones a medio plazo.

Así las cosas, se va a proceder a determinar la estrategia óptima de inversión a medio plazo para la constitución de dicha cartera de inversiones.

- ‡ **45% de la inversión en Colombia.** El título de Colombia (COL) es conservador, ya que su beta es inferior a la unidad. Además, presenta un comportamiento bastante independiente del índice MSCI, con un riesgo sistemático del 21.93%. Por otra parte, las perspectivas económicas analizadas en el capítulo 2, muestran un escenario muy positivo en los próximos meses.

Algunos datos que refuerzan dicha afirmación son: incremento del PIB en un 3% para este año 2019; inflación controlada y estable en el 3%; buen comportamiento de la cuenta corriente y reducción del déficit presupuestario del 3% al 2.5% en 2019. Además, si se observa la figura 4.5. (Rentabilidad MSCI y COLCAP), se puede prever un rebote en la rentabilidad ofrecida por el dicho título del 0% (sería su soporte) al 20% (su resistencia), aproximadamente. También hay que añadir el modesto riesgo económico del país, con una puntuación de 4.8 (sobre 10), muy inferior a la media de los países emergentes, situada en 5.8.

- ‡ **25% de la inversión en Egipto.** Para este título se sigue con la recomendación ofrecida en la estrategia de inversión a corto plazo. Pues el título está ofreciendo rentabilidades muy altas a corto y medio plazo (superiores al 20%). Además, si se observa la figura 4.7 (Rentabilidad MSCI y EGX 30) puede intuirse que el título ha llegado a su soporte cercano al 0% y ahora se encuentra en fase alcista, de ahí las elevadas rentabilidades que ofrece. Por otra parte, las perspectivas económicas analizadas en el capítulo 2, ponen de manifiesto un escenario muy positivo para los próximos meses. Algunos datos que justifican dicha afirmación son: incremento del PIB en un 5.5% para este año 2019; reducción de la inflación desde el 14.4% en 2018 al 10.8% en 2019 (aunque sigue siendo muy elevada); buen comportamiento de la cuenta corriente y reducción del déficit presupuestario del 9.5% en 2018 al 8.5% en 2019. Pese a ello, conviene recordar que se trata de un título agresivo ($\beta=1,3189>1$) aunque de riesgo sistemático moderado (27.63%).
- ‡ **15% de la inversión en Qatar.** Al igual que en la recomendación realizada para el corto plazo, se considera oportuno diversificar la cartera con este título, aunque en un porcentaje moderado. La figura 4.11 (Rentabilidad MSCI y QTX) podría hacer pensar en un posible soporte situado en el 8% de rentabilidad, y posterior repunte de la misma. Pero aún es pronto para asegurarlo. No obstante, si se toman también de referencia las perspectivas económicas del país, la inversión en el presente título está justificada. Ello se debe al buen crecimiento económico (PIB) previsto para este 2019 (3.3% frente al 2.1% del año anterior); escenario de baja inflación, próxima al 1% en 2019; importante volumen de inversiones en infraestructura debido a la Copa Mundial 2022 y salida de la OPEP y, por ende, establecimiento de los propios niveles de producción de petróleo y gas.
- ‡ **10% de la inversión en Tailandia.** El principal motivo de no invertir un mayor porcentaje en este título, el cual muestra rentabilidades en el último semestre de más del 20%, es la ralentización de la economía Tailandesa (según las perspectivas económicas analizadas en el capítulo 2) y la guerra comercial entre EE.UU. y China que puede tener un efecto negativo importante en la evolución del país. Sin embargo, pese a lo descrito, el título Set Index es conservador ($\beta=0,624<1$) y con riesgo sistemático moderado (34.18%), permitiendo una adecuada diversificación de la cartera de inversiones.
- ‡ **5% de la inversión en Hungría.** Al igual que sucede en el caso de Tailandia, la economía húngara viene caracterizada por una ralentización en su crecimiento económico (3.9% del PIB en 2019 frente al 5% en 2018), reducción importante de su demanda interna (7.6% en 2018 al 2.7% en 2019) y caída en las exportaciones e importaciones. No obstante, existen datos favorables como, por ejemplo, reducción del déficit presupuestario del 2.2% en 2018 al 1.9% en 2019; importantes ingresos procedentes de los fondos de la Unión Europea y disminución del desempleo. Por otra parte, si se observa la figura 4.1 (Rentabilidad MSCI y Budapest SE (BUX)) se comprueba una tendencia en caída de la rentabilidad, la cual no se sabe si va a seguir en los próximos meses o, por el contrario, se va a recuperar. Finalmente, hay que destacar que se trata de un título conservador ($\beta=0,5392<1$) de riesgo sistemático muy reducido (14,09%). Todo lo descrito justifica la prudencia de la inversión en el

presente título, sin menospreciar su conveniencia en cuanto a diversificación se refiere.

5.3. ESTRATEGIA DE INVERSIÓN A LARGO PLAZO (1 AÑO O MÁS)

Siguiendo con la misma estructura de los epígrafes anteriores, se iniciará ilustrando tres figuras referentes a la rentabilidad real del último año, así como la media y la mediana, para el mismo conjunto de títulos e índice de referencia. En base a ello, se tratará de determinar la estrategia óptima de inversión para el largo plazo.

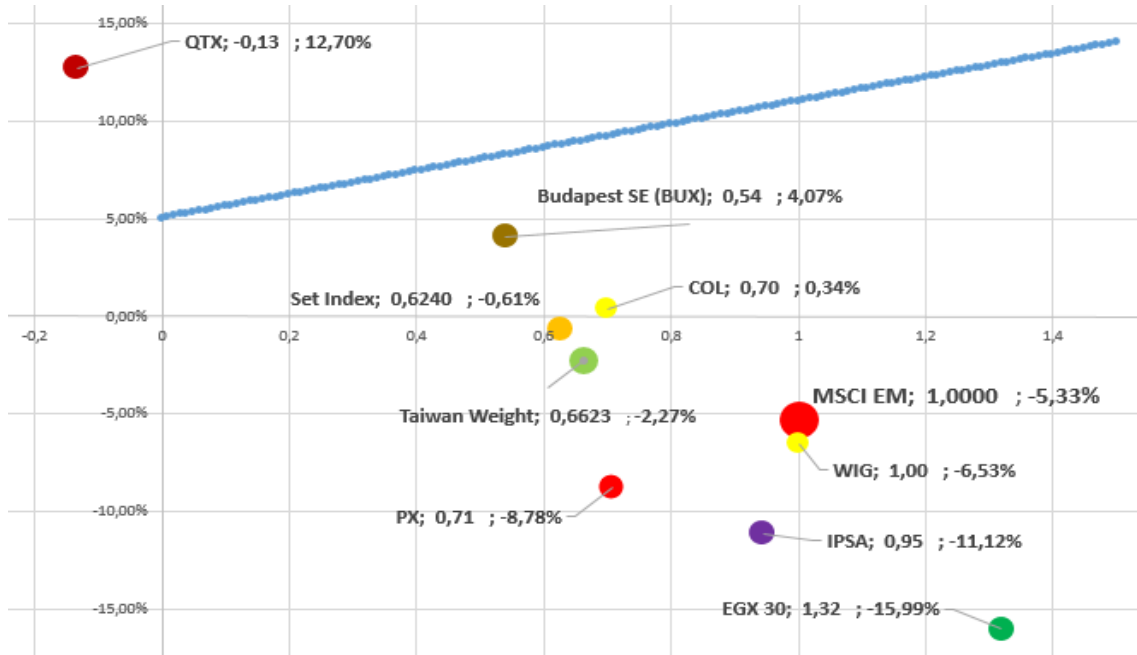


Figura 5.8. Rentabilidad último año (SML)

Fuente: Elaboración propia

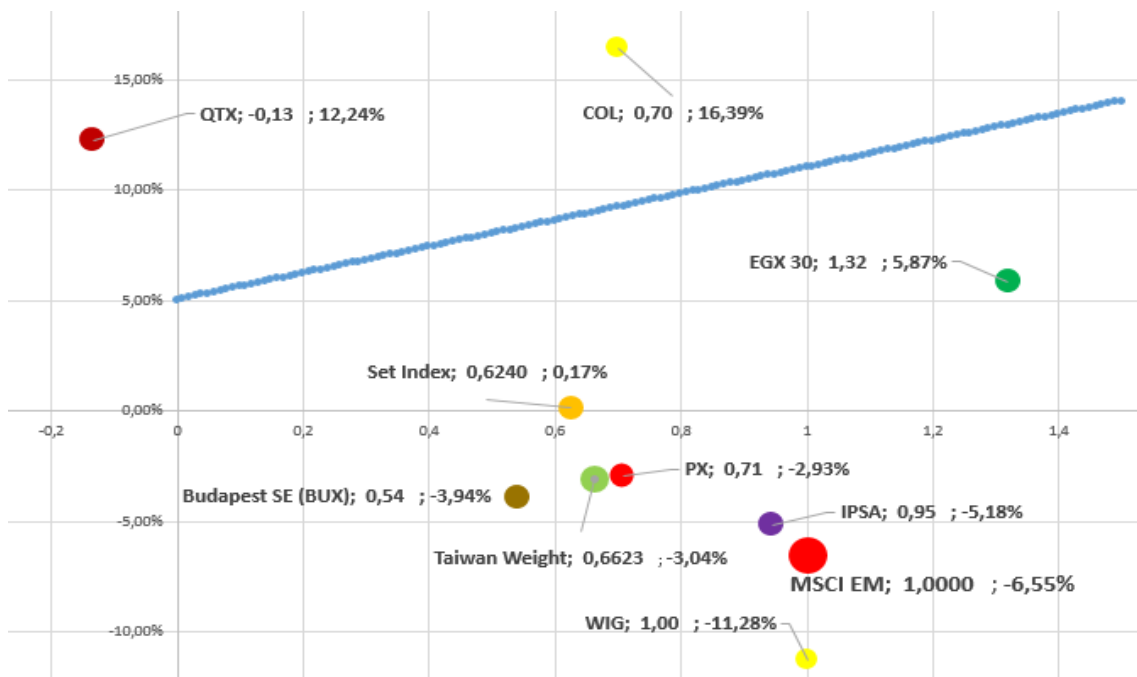


Figura 5.9. Rentabilidad media último año (SML)

Fuente: Elaboración propia

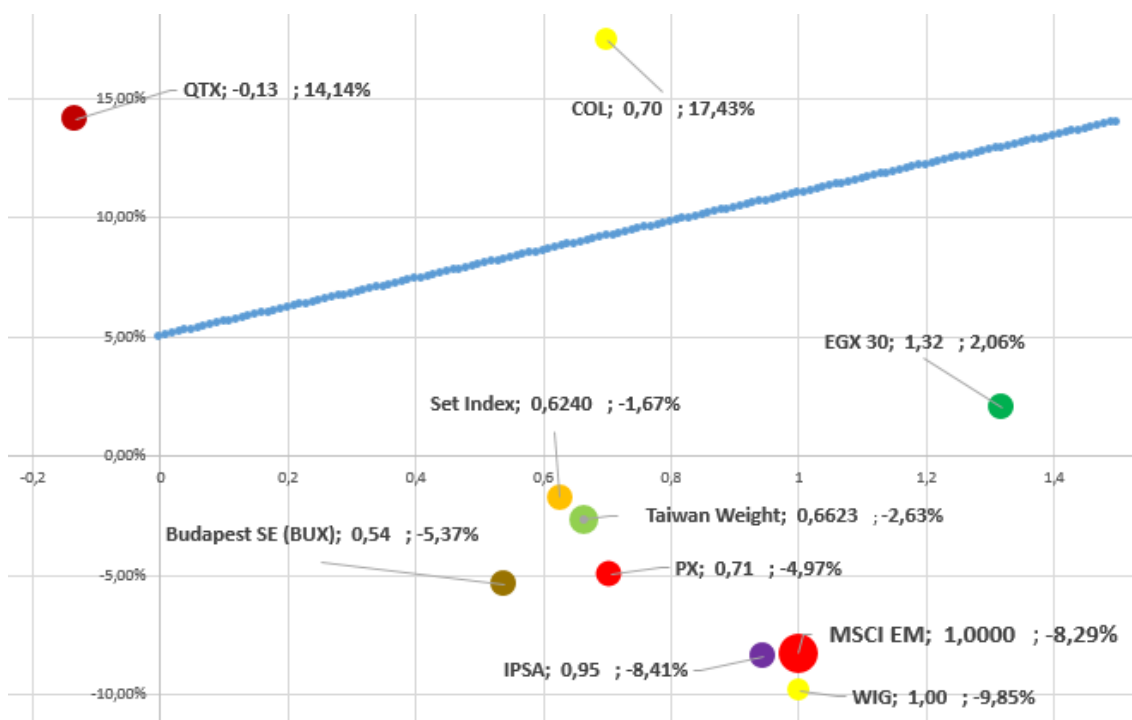


Figura 5.10. Rentabilidad mediana último año (SML)

Fuente: Elaboración propia

Tras observar las anteriores figuras, se llega a la conclusión de no invertir en el índice de referencia de los países emergentes MSCI, en Taiwán (Taiwan Weight), en la República Checa (PX), en Polonia (WIG) y en Chile (IPSA) por presentar, todos ellos, rentabilidades anuales negativas (media y mediana inclusive).

En el lado opuesto, se encuentran el título de Qatar (QTX) y el de Colombia (COL o COLCAP). Ambos son candidatos principales para conformar la estrategia óptima de inversión a largo plazo, sobre todo, por presentar rentabilidades positivas en todas las figuras anteriormente ilustradas. Y, aunque la rentabilidad del último año ha sido considerablemente negativa, el título de Egipto (EGX 30) también se empleará para diversificar la cartera de inversiones.

Por otra parte, está el título de Tailandia (Set Index) el cual no se recomienda adoptar una posición compradora en el mismo a largo plazo. En primer lugar, las rentabilidades anuales mostradas en las figuras anteriores se hallan próximas a 0% (siempre por debajo de la línea de mercado o SML). En segundo lugar, y como se describió en la recomendación a medio plazo, la economía tailandesa viene experimentando una ralentización importante (según las perspectivas económicas analizadas en el capítulo 2) y, además, hay que tener en cuenta la guerra comercial entre EE.UU. y China que puede tener un efecto negativo significativo en la evolución del país. Finalmente, si se observa la figura 4.15 (Rentabilidad MSCI y SET) se puede comprobar que la evolución de la rentabilidad, si bien se encuentra en fase alcista, se desconoce si va a continuar mejorando a largo plazo o, por el contrario, puede toparse con una resistencia y que las fuerzas bajistas vuelvan a dictar la senda del título tailandés. Por todo ello, se reitera la recomendación de no adquirir en cartera este título a largo plazo.

Similar situación es la de Hungría (Budapest SE (BUX)). En primer lugar, las rentabilidades anuales mostradas en las figuras anteriores se hallan en cifras negativas o por debajo de la línea de mercado o SML. En segundo lugar, el panorama económico que muestra el país, según los pronósticos analizados en el capítulo 2, no es muy favorable en los próximos años en cuanto a crecimiento económico se refiere, pues se prevé un crecimiento del Producto Interior Bruto (PIB) del 3.9% para este año

2019, tras la expansión del 5.0% en 2018 y con tendencia decreciente en los años siguientes. Cabe destacar también la caída de la demanda interna del 7.6% en el año 2018 al 2.7% en 2019. También hay que señalar la presencia de algunos riesgos en la economía húngara, tales como: deuda externa todavía alta, situada alrededor del 80% del PIB; el riesgo de crédito comercial, una medida del riesgo de reembolso del sector privado, se encuentra en un nivel relativamente alto (5.0 puntos sobre 10), debido a la debilidad del sector bancario y la alta dependencia de la energía importada (50% de sus necesidades energéticas son importadas, principalmente de Rusia); y el aumento de la corrupción que, según el Índice de Percepción de la Corrupción de Transparencia Internacional, Hungría ha caído aún más en el índice de corrupción global, con una puntuación de 55.0 en 2012 a 46.0 en 2018. Esto pone de manifiesto la menor capacidad del legislador para cumplir con la Ley, lo que podría resultar en una corrupción futura aún mayor. Finalmente, tomando de referencia la figura 4.1 (Rentabilidad MSCI y Budapest SE (BUX)) se puede observar que la evolución de la rentabilidad, pese a encontrarse en fase alcista, se desconoce si va a continuar mejorando a largo plazo o, por el contrario, se va a topar con una resistencia y las fuerzas bajistas van a volver a dictar la senda del título húngaro. Todo el anterior razonamiento hace que la recomendación sea la de no adquirir en cartera este título a largo plazo.

Así las cosas, se va a proceder a determinar la estrategia óptima de inversión a largo plazo para la constitución de dicha cartera de inversiones:

- ‡ **50 % de la inversión en Qatar.** El presente título es el único que muestra rentabilidades anuales (media y mediana inclusive) positivas y además por encima de la recta SML. Por otra parte, las perspectivas económicas del país a un año vista son muy optimistas. Algunos datos que refuerzan la afirmación anterior son: buen crecimiento económico (PIB) previsto para este 2019 (3.3% frente al 2.1% del año anterior); escenario de baja inflación, próxima al 1% en 2019; importante volumen de inversiones en infraestructura debido a la Copa Mundial 2022 y salida de la OPEP, lo cual implica el establecimiento de los propios niveles de producción de petróleo y gas. Por otra parte, Qatar muestra una evaluación positiva en lo que a riesgos económicos se refiere:

 - ✧ **Riesgo económico general: 3.5 sobre 10.** Muy por debajo de la media de MENA de 5.4. El ritmo de crecimiento se desaceleró desde 2012, debido a la moratoria de la expansión de gas de North Field y luego desde 2014 debido a los menores precios del petróleo y la austeridad fiscal asociada. Pero el crecimiento comenzó a repuntar en 2018 gracias a la mejora de los precios del petróleo y una política fiscal más favorable, y se espera que la inversión en gas proporcione un nuevo impulso.
 - ✧ **Riesgo en la demanda: 4.0 sobre 10.** Muy por debajo de la media de MENA de 5.1. Ello refleja, entre otros, el elevado ingreso per cápita de Qatar y las grandes reservas gubernamentales.
 - ✧ **Riesgo del costo de mercado: 4.0 sobre 10.** Por debajo del promedio regional de 5.4. Lo cual viene motivado por presiones inflacionarias débiles, una paridad de dólar estable y un PIB per cápita muy alto.
 - ✧ **Riesgo del tipo de cambio: 3.0 sobre 10.** Muy inferior a la media de MENA de 5.1. Ello se debe al compromiso de las autoridades de seguir apoyando la vinculación del Rial con el Dólar USD y las grandes reservas de divisas.
 - ✧ **Riesgo crediticio soberano: 3.7 sobre 10.** Muy inferior a la media de MENA de 5.1. Ello viene explicado por ingresos per cápita muy altos, grandes reservas gubernamentales, finanzas externas sólidas y estabilidad política.

- ✧ **El riesgo de crédito comercial: 3.0 sobre 10.** Inferior al promedio regional de 6.1. Los principales factores que sustentan esta calificación son la estabilidad macroeconómica, el régimen de tipo de cambio estable, un alto crecimiento, un PIB per cápita muy alto, y un sector bancario sano y bien desarrollado. Los precios más altos del petróleo deberían respaldar la liquidez de los bancos, a pesar del aumento de la exposición a la construcción y los bienes raíces y al riesgo persistente del financiamiento extranjero.

Finalmente, Qatar presenta una beta inferior a la unidad, siendo por tanto una inversión conservadora. Además, el comportamiento del título es totalmente independiente del índice MSCI, presentando un riesgo sistemático cercano al 1%.

- ↳ **30 % de la inversión en Colombia.** A pesar de mostrar una rentabilidad en el último año próxima al 0%, la media y la mediana se encuentran por encima del 16% (y también superan la línea SML). Además, las perspectivas económicas analizadas en el capítulo 2, muestran un escenario muy positivo a un año vista. Algunos datos que refuerzan dicha afirmación son: incremento del PIB en un 3% para este año 2019; inflación controlada y estable en el 3%; buen comportamiento de la cuenta corriente y reducción del déficit presupuestario del 3% al 2.5% en 2019. Por otra parte, Colombia muestra una evaluación positiva en lo que a riesgos económicos se refiere:

- ✧ **Riesgo económico general: 4.8 sobre 10.** Muy inferior a la media de los países emergentes, situada en 5.8. Dicha calificación se explica por la aprobación de una importante reforma fiscal estructural, la inflación se encuentra dentro de la franja objetivo (2-4%) y el acuerdo de Paz con las FARC.
- ✧ **Riesgo en la demanda: 5.0 sobre 10.** Ello viene motivado por condiciones estables en el mercado laboral, menor inflación, agenda de reformas agresiva para fomentar la mejora de la confianza empresarial y la debilidad del Peso Colombiano, la cual ha mejorado la competitividad de las exportaciones no energéticas en los mercados extranjeros.
- ✧ **Riesgo del costo de mercado: 5.0 sobre 10.** Debido a una inflación controlada en la franja 2-4%, como ya se ha mencionado con anterioridad.
- ✧ **Riesgo crediticio soberano: 4.1 sobre 10.** Inferior a la media de los países emergentes. La razón de dicha calificación es, por un lado, la presencia de déficits externos y fiscales en retroceso desde hace unos años y, por otro lado, la IED cubre una parte creciente del déficit de la cuenta corriente. Sin embargo, la deuda externa del país sigue siendo bastante alta.
- ✧ **Riesgo de crédito comercial: 5.0 sobre 10.** El riesgo de crédito corporativo en Colombia sigue siendo moderado, ayudado por la perspectiva de un crecimiento económico saludable. La perspectiva se mantiene estable, con una leve mejora en los próximos años. Además, según la Fundación Heritage, Colombia tiene la segunda puntuación más alta en libertad económica en América Latina (solo por detrás de Chile).

Finalmente, el título de Colombia es conservador, ya que su beta es inferior a la unidad. Además, presenta un comportamiento bastante independiente del índice MSCI, con un riesgo sistemático del 21.93%.

- ↳ **20 % de la inversión en Egipto.** A pesar de mostrar una rentabilidad en el último año negativa (-15.99%), la rentabilidad del último mes y del último semestre son muy positivas (25% y 43%, respectivamente), llegando a la

conclusión de que el presente título se encuentra en una fase de recuperación. Bajo esta premisa y esperando un buen comportamiento a un año vista, se ha considerado oportuno incluir el EGX 30 en la cartera de inversiones. Además, presenta un riesgo sistemático relativamente bajo (27.63%) y se trata de un título agresivo ($\beta=1,3189>1$), de ahí que la inversión se limite a un 20% (aun así, se considera una apuesta atrevida por parte del inversor). Por otra parte, las perspectivas económicas analizadas en el capítulo 2, ponen de manifiesto un escenario positivo para el próximo año. Algunos datos que justifican dicha afirmación son: incremento del PIB en un 5.5% para este año 2019; reducción de la inflación desde el 14.4% en 2018 al 10.8% en 2019 (aunque sigue siendo muy elevada); buen comportamiento de la cuenta corriente y reducción del déficit presupuestario del 9.5% en 2018 al 8.5% en 2019. Con respecto a la evaluación de riesgos económicos de Egipto, cabe mencionar lo siguiente:

- ✧ **Riesgo económico general: 5.4 sobre 10.** Situado en la media de MENA. Dicha puntuación viene respaldada por un ambicioso programa de reformas que ha facilitado una mejora en la inversión extranjera y la competitividad de las exportaciones. La posición fiscal está mejorando gradualmente. El crecimiento se ve limitado por el lento gasto de consumo y la débil actividad del sector privado, pero está apoyado por fuertes inversiones y gasto de capital. Las perspectivas a un año vista se ven reforzadas por los importantes descubrimientos de gas natural, la inversión en sectores clave y la recuperación del consumo.
- ✧ **Riesgo en la demanda: 4.0 sobre 10.** Muy por debajo de la media de MENA de 5.2. Ello se debe, entre otros, a la inversión al alza y la lucrativa producción de gas natural.
- ✧ **Riesgo del costo de mercado: 6.0 sobre 10.** Por encima del promedio de MENA del 5.4. Lo cual viene motivado por la inflación de dos dígitos y la dependencia de las importaciones.
- ✧ **Riesgo del tipo de cambio: 5.0 sobre 10.** Se encuentra a la par con el promedio de MENA. Ello está respaldado por un tipo de cambio relativamente estable y fuertes reservas extranjeras. Las perspectivas para la posición externa han sido más sólidas desde la implementación de las reformas en el marco del programa del FMI. A medida que dicho programa se acerca a su fin este año y con las autoridades indicando que no tienen la intención de renovar un programa similar con el FMI, las reservas de divisas podrían sufrir cierta presión. No obstante, la posición externa será apoyada por un menor coste de las importaciones, mientras que se prevé que los ingresos por turismo aumenten aún más. La emisión de un eurobono también ha proporcionado cierto apoyo a la libra. Finalmente, una postura de política monetaria restrictiva garantiza que no haya una acumulación excesiva de presiones monetarias a medio plazo.
- ✧ **Riesgo crediticio soberano: 4.9 sobre 10.** Ligeramente inferior a la media regional de MENA de 5.1. Egipto ha estado fortaleciendo su calificación crediticia gracias a la mejora de las condiciones económicas. Un aumento en las entradas de divisas ha ayudado a reforzar la posición de liquidez externa. La posición fiscal también está mejorando gradualmente en línea con las reformas impositivas y energéticas recientemente implementadas. La reducción de la factura energética junto con los pagos de intereses de la deuda y los gastos salariales más bajos, crean un margen para aumentar el gasto relacionado con la inversión.
- ✧ **El riesgo de crédito comercial: 7.0 sobre 10.** Riesgo muy alto y 0.9 puntos superior al promedio regional de MENA de 6.1. Los principales factores que sustentan esta calificación son la debilidad de las condiciones comerciales no petroleras y la participación del gobierno en

gran parte de la economía, desplazando de ese modo a las pequeñas empresas del sector privado. No obstante, se espera que el riesgo de crédito comercial mejore a medio plazo gracias a la recuperación en el turismo, un mayor crecimiento de las exportaciones, y una mayor IED. Por su parte, el progreso en la agenda de reformas apoyará la inversión del sector privado y, por lo tanto, estimulará la actividad económica.

CAPÍTULO 6. CONCLUSIONES

El último capítulo del presente trabajo de investigación se va a dedicar a la exposición de algunos de los aspectos de mayor relieve o, dicho en otros términos, las principales conclusiones alcanzadas tras la realización de los capítulos anteriores.

En primer lugar, el análisis de los informes sobre las perspectivas económico-financieras de los diferentes países emergentes seleccionados, pone de manifiesto la importancia concedida por parte de las empresas o instituciones que elaboran dichos informes sobre aquellos factores determinantes a la hora de adoptar una decisión de inversión. A raíz de los mismos, se concluye que aspectos tales como la evolución del crecimiento económico del país (medido principalmente mediante el Producto Interior Bruto), la situación de la balanza comercial (Ej: Tailandia), la evolución de la deuda soberana (Ej: muy baja en Chile) y del presupuesto del gobierno (Ej: superávit en Qatar), ingresos importantes para el estímulo de las inversiones (Ej: Fondos de la UE a Hungría), las perspectivas de inflación (Ej: muy elevada en Egipto), la estabilidad de la moneda nacional (Ej: vinculación al dólar en Qatar), el clima político (Ej: la Paz con las FARC en Colombia) o la evolución de las materias primas y las fuentes de energía (fundamentalmente el petróleo o el gas, como por ejemplo en Qatar), son esenciales para que un inversor particular, fondo o entidad extranjera, fundamentalmente aquél situado en un país desarrollado, se decante por invertir o diversificar su cartera con activos de mercados emergentes.

En segundo lugar, si bien el objetivo de este trabajo de investigación no es el valorar el modelo que se ha aplicado para elaborar las estrategias de inversión, es decir, el modelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), se considera oportuno enunciar brevemente alguna de sus características más destacadas, como podrían ser las siguientes: a diferencia de otros modelos, como por ejemplo el modelo de descuento de dividendos, el modelo CAPM tiene en consideración el riesgo sistemático a través del cálculo de la variable Beta. Ello es importante ya que el inversor debe ser consciente y poder cuantificar aquel riesgo inherente al mercado y que, por lo tanto, no va a poder reducir de ninguna forma. Del mismo modo, el modelo también indica el riesgo específico de cada título, el cual sí puede ser reducido por el inversor mediante la inclusión de más títulos en la cartera, es decir, a través de la diversificación. Sin embargo, también conviene señalar que la aplicación del modelo CAPM es satisfactoria solo cuando el mercado se encuentra en fase alcista. En este caso, el inversor aplicará la inversión pasiva (replicar el índice de referencia) y seleccionará, por tanto, aquellos títulos que tengan mayor riesgo sistemático, es decir, los que se comportan de forma más parecida a como lo hace el índice de referencia o MSCI, en este caso. De esta forma, el inversor diversifica la cartera por la inclusión de más títulos y, al mismo tiempo, aumenta su rentabilidad conjunta. En el caso contrario, es decir, cuando el mercado evoluciona negativamente, la decisión del inversor ha de ser la de invertir de forma activa buscando aquellos títulos que presenten mayor riesgo específico y, por ende, se comporten de la forma más independiente posible al índice de referencia. Ello con la finalidad de evitar caer con el mercado y lograr obtener rentabilidades a través de títulos que muestran un comportamiento diferente u opuesto al índice MSCI.

Por otra parte, el modelo CAPM es un modelo sencillo de calcular, y quizás por ello es uno de los más empleados a nivel mundial en el ámbito de la diversificación de carteras. La sencillez radica en el empleo de pocas variables y en la disponibilidad de la información necesaria para el cálculo de las mismas. No obstante, la información libre y gratuita, como es el caso del precio de las cotizaciones de los índices y títulos,

puede no tener la misma calidad que la misma información obtenida mediante canales de pago.

El tercer aspecto de relieve es la distinción entre dos conceptos de gran importancia en el ámbito de las inversiones financieras, es decir, el análisis fundamental y el análisis técnico.

El primero de ellos, implica que el inversor toma de referencia aquella información disponible sobre el país (en este caso) y su economía en general, además de partir de la hipótesis de ineficiencia del mercado a corto plazo, con objeto de calcular el valor que dicho país tiene y así poder anticipar el comportamiento futuro del mismo en el mercado de valores, es decir, su finalidad es la de anticiparse al mercado. El inversor fundamental calcula el valor real del país y lo compara con el precio que el mercado le asigna y, en base a la diferencia existente entre ambos, toma su decisión de inversión. Así, por ejemplo, si el valor real del país es mayor que el precio del mercado, el título se encuentra minusvalorado y el inversor con su compra espera obtener una rentabilidad; si el valor real es inferior al del mercado, el razonamiento sería el inverso. Por tanto, la aplicación realizada del modelo CAPM y el empleo de la línea de mercado o *Security Market Line* (SML), se encuadra dentro del análisis fundamental.

El segundo de ellos, se caracteriza por tratar de identificar tendencias, denominadas bajistas, laterales o alcistas, y tomar decisiones de inversión en base a las mismas. Mediante el empleo de gráficos se busca determinar la evolución futura del título partiendo de la hipótesis de que el mercado ante circunstancias iguales o similares tiende a reaccionar de forma parecida o igual. En el análisis técnico el estudio del pasado es la clave para entender el futuro.

Por tanto, a la hora de tomar las decisiones de inversión óptimas para la constitución de la cartera a corto, medio y largo plazo, se ha empleado tanto el análisis fundamental (mediante el estudio de las perspectivas económico-financieras de los diferentes países y la aplicación del modelo CAMP, concretamente, la línea SML) como el análisis técnico (observando la evolución de los gráficos de la rentabilidad del MSCI y del país en cuestión, con objeto de vislumbrar la posible tendencia alcista, lateral o bajista de los títulos).

Lo anterior viene motivado por el convencimiento de que ambos tipos de análisis por sí mismos son incompletos y, por lo tanto, su uso conjunto y complementario puede dar lugar a recomendaciones de mayor calidad y más acertadas. Así, por ejemplo, si solamente se observa la figura 4.15 (Rentabilidad MSCI y SET) se puede comprobar que la evolución de la rentabilidad del título tailandés se encuentra en fase alcista, lo cual daría como resultado la toma de una posición compradora por parte del inversor. Sin embargo, el análisis fundamental realizado en el capítulo 2, pone de manifiesto que la economía tailandesa viene experimentando una importante ralentización y que la guerra comercial entre Estado Unidos y China puede afectar significativamente a la evolución del país. Todo ello, como mínimo ofrece un valor añadido a la toma de decisión del inversor, ya sea esta la de comprar o no, en función de su perfil de riesgo, juicio y experiencia personal.

Por otra parte, mediante la elaboración de las estrategias de inversión óptimas y con ellas la determinación de la cartera de inversión a corto, medio y largo plazo, se observa una tendencia de ralentización en las rentabilidades mostradas por el conjunto de los países emergentes analizados, pero también en el índice de referencia MSCI. Según se observa en los gráficos de rentabilidades, en el periodo comprendido entre julio-noviembre del año 2015 y febrero-junio de 2017, la mayor parte de los países analizados (salvo Qatar, que muestra un comportamiento opuesto) incluido el índice MSCI han presentado un periodo alcista con significativas rentabilidades. A partir de entonces, se ha producido un reajuste importante con fuertes caídas en dichas rentabilidades. Actualmente, parece que en su mayoría se encuentran en un periodo de recuperación, pero teniendo en cuenta las incertidumbres para lo que resta de 2019

e inicio de 2020, tales como la guerra comercial EE.UU. y China; incertidumbre política en Europa; ralentización del crecimiento de los países emergentes (y a nivel mundial) y temor ante una posible recesión, no se sabe muy bien si dicha recuperación seguirá en positivo o se truncará.

Lo expuesto anteriormente explica el hecho de que las carteras constituidas en los tres momentos temporales incluyan muy pocos títulos. Además, si se observa, en los tres escenarios aparecen Qatar (el cual presenta una correlación con el índice MSCI negativa) y Egipto (un título agresivo, con una beta superior a la unidad y una fluctuación considerable en su rentabilidad, alcanzando la misma valores del 100% en algunos momentos). En dos ocasiones, para el medio y el largo plazo, los principales títulos seleccionados para conformar ambas carteras son los dos títulos ya mencionados y Colombia, este último, por ser un título conservador cuya caída no ha empujado su rentabilidad por debajo del 0% de forma acusada desde 2015, incluso se ha mantenido en una media aproximada del 10-15% desde ese mismo año hasta la fecha actual, a diferencia de la mayoría del resto de países analizados.

Por último, se estima oportuno comentar el carácter introductorio del presente trabajo de investigación, el cual se considera como una primera toma de contacto con el mundo de las finanzas e inversiones internacionales, concretamente la gestión de carteras en mercados emergentes. No obstante, el camino a recorrer ya tiene su punto de partida y, a partir de este, lo interesante sería la profundización en el análisis de los países seleccionados y también del resto de países emergentes, incluyendo los BRIC. Además, una posible línea de investigación de gran interés, podría ser el estudio en detalle del conjunto de empresas que constituyen los diversos índices nacionales de dichos países emergentes y, en base a dicho estudio y empleando al mismo tiempo el análisis técnico, ofrecer recomendaciones de inversión mucho más consistentes y de mayor calidad y valor para el potencial inversor.

Bibliografía

- ..:Egyptian Exchange:.. (2019). Recuperado desde <http://www.egx.com.eg/en/OverviewEGX30.aspx>
- About Budapest Stock Exchange Budapest Stock Index. (2019). Recuperado desde <https://www.bloomberg.com/quote/BUX:IND>
- About Colombia COLCAP Index. (2019). Recuperado desde <https://www.bloomberg.com/quote/COLCAP:IND>
- About Prague Stock Exchange Index. (2019). Recuperado desde <https://www.bloomberg.com/quote/PX:IND>
- About Stock Exchange of Thailand SET Index. (2019). Recuperado desde <https://www.bloomberg.com/quote/SET:IND>
- Barry, C. B., Peavy Jr, J. W., & Rodriguez, M. (1998). Performance characteristics of emerging capital markets. *Financial Analysts Journal*, 54(1), 72-80. Recuperado de <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.2469/faj.v54.n1.2147>
- Catar. (2019, 28 de abril). *Wikipedia, La enciclopedia libre*. Fecha de consulta: 15:05, mayo 24, 2019 desde <https://es.wikipedia.org/w/index.php?title=Catar&oldid=115581521>
- Chen, J. (2018). Taiwan Stock Exchange Corporation (TSEC) Weighted Index. Recuperado desde <https://www.investopedia.com/terms/t/tsec-weighted-index.asp>
- Chen, J. (2019). EGP (Egyptian Pound) Definition. Recuperado desde <https://www.investopedia.com/terms/e/egp.asp>
- Chile. (2019, 24 de mayo). *Wikipedia, La enciclopedia libre*. Fecha de consulta: 15:01, mayo 24, 2019 desde <https://es.wikipedia.org/w/index.php?title=Chile&oldid=116181720>
- Colombia. (2019, 23 de mayo). *Wikipedia, La enciclopedia libre*. Fecha de consulta: 15:03, mayo 24, 2019 desde <https://es.wikipedia.org/w/index.php?title=Colombia&oldid=116161849>
- Country economic forecasts > chile*. (2019). (). Oxford: Oxford Economics Ltd. Recuperado de la colección ABI/INFORM desde <https://search.proquest.com/docview/2210577573?accountid=14744>
- Country economic forecasts > colombia*. (2019). (). Oxford: Oxford Economics Ltd. Recuperado de la colección ABI/INFORM desde <https://search.proquest.com/docview/2191877498?accountid=14744>
- Country economic forecasts > czech republic*. (2019). (). Oxford: Oxford Economics Ltd. Recuperado de la colección ABI/INFORM desde <https://search.proquest.com/docview/2210576350?accountid=14744>
- Country economic forecasts > egypt*. (2019). (). Oxford: Oxford Economics Ltd. Recuperado de la colección ABI/INFORM desde <https://search.proquest.com/docview/2210576584?accountid=14744>
- Country economic forecasts > hungary*. (2019). (). Oxford: Oxford Economics Ltd. Recuperado de la colección ABI/INFORM desde <https://search.proquest.com/docview/2203302279?accountid=14744>
- Country economic forecasts > poland*. (2019). (). Oxford: Oxford Economics Ltd. Recuperado de la colección ABI/INFORM desde <https://search.proquest.com/docview/2211024629?accountid=14744>

Country economic forecasts > qatar. (2019). (). Oxford: Oxford Economics Ltd. Recuperado de la colección ABI/INFORM desde <https://search.proquest.com/docview/2196042351?accountid=14744>

Country economic forecasts > taiwan. (2019). (). Oxford: Oxford Economics Ltd. Recuperado de la colección ABI/INFORM desde <https://search.proquest.com/docview/2210149504?accountid=14744>

Country economic forecasts > thailand. (2019). (). Oxford: Oxford Economics Ltd. Recuperado de la colección ABI/INFORM desde <https://search.proquest.com/docview/2215625131?accountid=14744>

De la Torre Gallegos, A., & Naharro, F. J. (2014). *Valoración de empresas y análisis bursátil*. Ediciones Pirámide.

Driessen, J., & Laeven, L. (2007). International portfolio diversification benefits: Cross-country evidence from a local perspective. *Journal of Banking & Finance*, 31(6), 1693-1712. Recuperado de <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426606003207>

Egipto. (2019, 22 de mayo). *Wikipedia, La enciclopedia libre*. Fecha de consulta: 15:04, mayo 24, 2019 desde <https://es.wikipedia.org/w/index.php?title=Egipto&oldid=116144756>

Elías, S., Fernández, M., & Ferrari, A. (2006). Inversión extranjera directa y crecimiento económico: un análisis empírico. *Departamento de Economía, Universidad Nacional del Sur*. Recuperado de https://aaep.org.ar/anales/works06/Elias_Fernandez_Ferrari.pdf

Errunza, V. R. (1983). Emerging markets: a new opportunity for improving global portfolio performance. *Financial Analysts Journal*, 39(5), 51-58. Recuperado de <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.2469/faj.v39.n5.51?journalCode=ufaj20>

Hungría. (2019, 24 de mayo). *Wikipedia, La enciclopedia libre*. Fecha de consulta: 14:58, mayo 24, 2019 desde <https://es.wikipedia.org/w/index.php?title=Hungr%C3%ADa&oldid=116189221>

indexů, P. (2019). PSE: Popis indexů. Recuperado desde <https://www.pse.cz/indexy/popis-indexu/>

Índice de Precio Selectivo de Acciones. (2019, 7 de febrero). *Wikipedia, La enciclopedia libre*. Fecha de consulta: 16:01, mayo 24, 2019 desde https://es.wikipedia.org/w/index.php?title=%C3%8Dndice_de_Precio_Selectivo_de_Acciones&oldid=113810391

Interactive, S. (2019). GPW Main Market - Index factsheet. Recuperado desde <https://www.gpw.pl/index-factsheet?isin=PL9999999995#Basics>

MSCI – Powering better investment decisions - MSCI. (2019). Recuperado desde <https://www.msci.com/>

MSCI. (2019). *MSCI EMERGING MARKETS INDEX (USD)*. Recuperado desde <https://www.msci.com/documents/10199/c0db0a48-01f2-4ba9-ad01-226fd5678111>

MSCI. (2019). *MSCI GLOBAL INVESTABLE MARKET INDEXES METHODOLOGY*. Recuperado desde https://www.msci.com/eqb/methodology/meth_docs/MSCI_GIMIMethodology_Apr2019.pdf

MSCI. (2019). *MSCI INDEX CALCULATION METHODOLOGY*. Recuperado desde https://www.msci.com/eqb/methodology/meth_docs/MSCI_IndexCalcMethodology_Apr2019.pdf

Peso (moneda de Chile). (2019, 1 de mayo). *Wikipedia, La enciclopedia libre*. Fecha de consulta: 16:11, mayo 24, 2019 desde [https://es.wikipedia.org/w/index.php?title=Peso_\(moneda_de_Chile\)&oldid=115644097](https://es.wikipedia.org/w/index.php?title=Peso_(moneda_de_Chile)&oldid=115644097)

Polonia. (2019, 23 de mayo). *Wikipedia, La enciclopedia libre*. Fecha de consulta: 15:04, mayo 24, 2019 desde <https://es.wikipedia.org/w/index.php?title=Polonia&oldid=116172763>

Qatar Stock Market (QE General) | 2019 | Data | Chart | Calendar | Forecast. (2019). Recuperado desde <https://tradingeconomics.com/qatar/stock-market>

QE Indices. (2019). Recuperado desde <https://www.qe.com.qa/qe-indices>

República Checa. (2019, 24 de mayo). *Wikipedia, La enciclopedia libre*. Fecha de consulta: 15:05, mayo 24, 2019 desde https://es.wikipedia.org/w/index.php?title=Rep%C3%BAblica_Checa&oldid=116188816

República de China. (2019, 21 de mayo). *Wikipedia, La enciclopedia libre*. Fecha de consulta: 15:06, mayo 24, 2019 desde https://es.wikipedia.org/w/index.php?title=Rep%C3%BAblica_de_China&oldid=116111616

SET - Products & Services - SET Index Series. (2019). Recuperado desde https://www.set.or.th/en/products/index/setindex_p1.html

Stock Market. (2019). Recuperado desde <http://www.banrep.gov.co/en/stock-market>

Tailandia. (2019, 24 de mayo). *Wikipedia, La enciclopedia libre*. Fecha de consulta: 15:06, mayo 24, 2019 desde <https://es.wikipedia.org/w/index.php?title=Tailandia&oldid=116185551>

What is the Currency of Colombia?. (2017). Recuperado desde <https://www.worldatlas.com/articles/what-is-the-currency-of-colombia.html>

Wikipedia contributors. (2019, April 24). Hungarian forint. In *Wikipedia, The Free Encyclopedia*. Recuperado 16:05, May 24, 2019, desde https://en.wikipedia.org/w/index.php?title=Hungarian_forint&oldid=893929353

Wikipedia contributors. (2019, April 8). Czech koruna. In *Wikipedia, The Free Encyclopedia*. Recuperado 16:16, May 24, 2019, desde https://en.wikipedia.org/w/index.php?title=Czech_koruna&oldid=891503325

Wikipedia contributors. (2019, May 2). Qatari riyal. In *Wikipedia, The Free Encyclopedia*. Recuperado 16:10, May 24, 2019, desde https://en.wikipedia.org/w/index.php?title=Qatari_riyal&oldid=895111255

Wikipedia contributors. (2019, May 22). New Taiwan dollar. In *Wikipedia, The Free Encyclopedia*. Recuperado 16:17, May 24, 2019, desde https://en.wikipedia.org/w/index.php?title=New_Taiwan_dollar&oldid=898220192

Wikipedia contributors. (2019, May 23). Thai baht. In *Wikipedia, The Free Encyclopedia*. Recuperado 16:17, May 24, 2019, desde https://en.wikipedia.org/w/index.php?title=Thai_baht&oldid=898491577

Złoty. (2019, 23 de mayo). *Wikipedia, La enciclopedia libre*. Fecha de consulta: 16:09, mayo 24, 2019 desde <https://es.wikipedia.org/w/index.php?title=Z%C5%82oty&oldid=116170383>
