

FORMAS DE ACCESO A LA INVERSIÓN EN MERCADOS EMERGENTES

RESUMEN

A principios de los años 80, hasta que se produjo la crisis de la deuda, la mayor parte de los flujos dirigidos hacia los mercados emergentes y derivados del exterior procedían de préstamos bancarios. La crisis provocó la imposibilidad de que estos países siguieran financiándose de dicho modo, lo cual produjo un descenso en el nivel de préstamos. Ello llevó a la financiación en mercados de capitales internacionales a través, principalmente, de la emisión de bonos. Todo este proceso ha provocado que, en los últimos años, se observe un incremento en el volumen de flujos de inversión dirigidos hacia países con economías emergentes, bien en forma de **inversión en cartera** (inversión indirecta a través de la compra de valores, participaciones de fondos de inversión y certificados de depósito de acciones de países emergentes, todos ellos cotizados en mercados desarrollados) o bien en forma de **inversión directa**, es decir, mediante la participación interesada en las empresas del país en cuestión. La inversión en estos mercados requiere un conocimiento previo de los mismos y de las principales vías de acceso. Este último punto es desarrollado en la presente comunicación por la especial relevancia que tiene para el inversor.

PALABRAS CLAVE: Mercados Emergentes, Inversión Directa e Indirecta, ADR, Fondos de Inversión.

AUTORES

José Luis Jiménez Caballero

Félix Jiménez Naharro

Grupo de Investigación en Finanzas Empresariales y de Mercado

Departamento de Economía Financiera y Dirección de Operaciones

Universidad de Sevilla

1. INTRODUCCIÓN

Los mercados emergentes (en adelante ME) se caracterizan por ofrecer unas rentabilidades a largo plazo muy superiores a las mostradas por los mercados desarrollados (en adelante MD), aunque con un riesgo también superior. Estas altas rentabilidades, producidas por el crecimiento sostenido de las economías de los ME, han atraído a los inversores de todo el mundo que quieren aprovechar los elevados diferenciales de rentabilidad con relación a los MD. Ahora bien, el inversor debe ser consciente de que los riesgos ofrecidos por estas economías incipientes podrían causar enormes pérdidas en su cartera de valores, por lo que una adecuada diversificación de títulos seleccionados entre mercados no correlacionados (emergentes y/o desarrollados) sería una medida conveniente para la obtención de una relación rentabilidad-riesgo superior a la alcanzable en MD¹.

Como resultado de todo lo comentado se ha apreciado que en la última década ha habido un gran desplazamiento de flujos inversores hacia las economías emergentes, con ánimo de aprovechar las múltiples ventajas que suelen presentar, aunque no, por ello, ignorando el inversor el riesgo a que se somete. Por este motivo, el movimiento inversor que se ha producido, en los últimos años, no ha sido homogéneo ni se ha repartido por igual en todas las zonas emergentes. El direccionamiento de los flujos ha dependido, en gran medida, de la percepción del inversor relativa a las condiciones de mayor o menor estabilidad existentes en el país o área emergente considerado. A este respecto, los gobiernos de los países emergentes están desarrollando una serie de cambios, fundamentalmente económicos y legales, que intentan crear un clima de estabilidad y confianza en el inversor extranjero y, que sobre todo, favorezca la apertura al capital externo. Así, a modo de ejemplo, podemos destacar el interés de estos gobiernos por ofrecer a la inversión extranjera unas condiciones legales que le permita situarse en el mismo plano de igualdad que el conseguido por los inversores nacionales. Para ello, últimamente se está procediendo a la eliminación de barreras de entrada y salida a cualquier tipo de flujo inversor foráneo.

¹ Para más información sobre las características generales de los mercados emergentes véanse JIMÉNEZ CABALLERO, J.L.: *Los Mercados Emergentes Mundiales: el Caso del Cono Sur*, Sevilla 1997. Tesis Doctoral; JIMÉNEZ NAHARRO, F.: *Los Mercados Emergentes: el Caso de México*, Sevilla 1998. Tesis Doctoral; JIMÉNEZ J.L y JIMÉNEZ, F.: "Una Alternativa a la Inversión: Los Mercados Emergentes", *Finanzas & Contabilidad*, nº10, Marzo-Abril 1996; JIMÉNEZ F. y JIMÉNEZ, J.L.: "La Inversión Financiera en Mercados Emergentes", *Análisis Financiero*, nº69, segundo cuatrimestre 1996; JIMÉNEZ F. y JIMÉNEZ, J.L.: "Una Introducción a los Mercados Emergentes". IX Congreso de la Asociación Española de Dirección y Economía de la Empresa (AEDEM), Toledo, mayo de 1995; MOBIUS M.: *Guía del Inversor en Mercados Emergentes*. Ediciones Folio, S.A. Barcelona, 1994.

En este sentido, el desarrollo más o menos profundo de dichas reformas y cambios ha influido, decisivamente, en el destino que toman los recursos monetarios de los inversores mundiales y, como comentábamos anteriormente, ha contribuido a que determinadas zonas emergentes reciban unas corrientes inversoras más señaladas que otras².

Por otra parte, la forma en que históricamente se han canalizado estos flujos inversores no ha sido la misma, como tampoco lo ha sido la selección de instrumentos de inversión utilizados para hacer llegar recursos a cada zona emergente. Ello ha supuesto que en función del área elegida para la inversión, el agente inversor deba tener presente los instrumentos financieros alternativos más característicos empleados en dichas áreas.

Todo ello ha motivado que el propósito de nuestro trabajo se centre en la realización de un análisis de los principales mecanismos que se utilizan para la inversión en ME, de forma que el inversor sepa discernir entre los diferentes canales empleados y seleccionar el más adecuado a sus intereses. En definitiva, el objetivo de nuestro trabajo va a consistir en la identificación de los principales instrumentos y vías de inversión que hacen posible la participación en mercados emergentes.

En cuanto a la metodología utilizada hemos procedido a realizar una clasificación, no exhaustiva, de los principales instrumentos y vías de inversión observados en estos mercados; por una parte, en función de su naturaleza; y, por otra, en base al lugar desde donde se produce la inversión, fijado por el grado de compromiso y riesgo del inversor -inversión directa o indirecta-. Adicionalmente y como complemento procederemos a la descripción de los flujos más importantes que se han orientado, últimamente, hacia los ME.

Terminaremos con la elaboración de las conclusiones más relevantes obtenidas en el estudio y con las expectativas que se vislumbran para estos mercados.

² El Sudeste asiático, Iberoamérica o el Este de Europa son las áreas inversoras más popularizadas entre los inversores de ME.

2. VÍAS E INSTRUMENTOS FINANCIEROS PARA LA INVERSIÓN EN MERCADOS EMERGENTES

2.1. Antecedentes

La mayor parte de los flujos de inversión dirigidos hacia los mercados emergentes, antes de la década de los ochenta, procedían fundamentalmente de préstamos bancarios, lo que, en parte, era debido al escaso grado de apertura de los países emergentes a los mercados internacionales. Sin embargo, un hecho influyó decisivamente en el cambio de esta tendencia: la crisis de la deuda de 1982³ que provocó la imposibilidad de que dichos países siguieran financiándose a través de préstamos externos. Ello propició un descenso muy importante en el nivel de los mismos, aunque, no obstante, se siguieron concediendo a proyectos muy concretos que fueron analizados con minuciosidad por las distintas entidades internacionales interesadas en su desarrollo.

De este modo, la financiación para cualquier tipo de proyecto se hizo muy costosa, y llevó a los mercados reales y financieros a una espiral inflacionaria de donde difícilmente podían salir. La situación desembocó en la búsqueda, por parte de los mercados, de otras fuentes financieras alternativas a través, principalmente, de la emisión de bonos que fueron el resultado de las conversiones de deuda negociadas entre los países emergentes y sus acreedores bancarios⁴.

Así, pues, a lo largo de los ochenta se fue fomentando la financiación en forma de deuda negociable, de manera que muchos gobiernos de países emergentes comenzaron, también, a financiarse a través de la emisión de dicho instrumento financiero. Esta medida provocó un importante desarrollo en las bolsas emergentes y facilitó, además, el acceso de distintas compañías al mercado monetario mediante la emisión, por parte de los prestatarios (públicos y privados), de certificados de depósitos bancarios, pagarés de empresa y deuda pública, instrumentos muy utilizados por compañías que encontraban dificultades de

³ Consistió en que de forma generalizada un grupo de países en desarrollo fue suspendiendo los pagos pendientes a sus acreedores bancarios internacionales.

⁴ Los Bonos Brady fueron emitidos en este contexto por Argentina, México y otros países. Así, el Banco Nacional de Comercio Exterior Mexicano fue el primero en efectuar una emisión de este tipo en 1989, mientras que la primera emisión de bonos de una entidad privada de Latinoamérica fue realizada por CEMEX (Cementos Mexicanos), en octubre de 1989. En 1991, Argentina lanzó una emisión de bonos por la cual, en caso de la existencia de problemas financieros por parte del Gobierno, el posible inversor tendría prioridad con respecto a la deuda bancaria comprometida. Con esta medida se consiguió triplicar el volumen de negocio en la colocación.

financiación a largo plazo y por gobiernos que, a través de este tipo de financiación, conseguían luchar en mejores condiciones contra la inflación⁵.

De esta forma, a finales de los ochenta y principios de los noventa, distintas empresas locales comenzaron a cotizar en Bolsa, buscando fuentes de financiación alternativas y nuevas vías para la entrada de capital extranjero, lo que redundó en un aumento del volumen de recursos financieros dirigidos hacia las economías emergentes y en la aparición de nuevos instrumentos y vías de inversión. Este proceso de bonanza económica y confianza en los ME se ha visto frenado por la crisis originada por el efecto tequila mexicano de diciembre de 1994, y actualmente por las crisis asiática, que ya se extiende desde julio de 1997, y rusa.

2.2. Clasificación

Una vez conocido el origen que ha modelado la actual estructura financiera, en cuanto a vías e instrumentos de inversión y financiación, vamos a intentar clasificar los productos más utilizados por los inversores internacionales (fig.1) interesados en participar en determinados mercados emergentes. En este sentido, intentaremos presentar una clasificación operativa que nos defina las características y opciones de inversión más relevantes que se presentan al inversor.

Por un lado, la clasificación va a quedar definida fundamentalmente en base a la naturaleza del producto o mercado que va a facilitar el acceso al inversor a los ME. Para ello, el grado de apertura y las características inherentes a cada mercado establecerán los distintos instrumentos financieros a utilizar; y por otro, en función del grado de compromiso y riesgo que quiera asumir el inversor(directa/indirecta), lo que, en definitiva, determinará el lugar desde donde se realice la inversión.

En este sentido, vamos a entender por *inversión directa* a aquélla realizada en los límites geográficos internos de un país o zona emergente, de forma que quede sometida a la legislación económica y financiera vigente en el área⁶.

La *inversión indirecta* sería un concepto opuesto al anterior, es decir, referido a toda inversión financiera efectuada fuera de los límites geográficos internos de un país o zona

⁵ La inflación es uno de los principales problemas a los que han tenido que hacer frente los mercados emergentes, en los últimos años, así, como una importante fuente de riesgo para el inversor en este tipo de mercados. En su reducción ha sido fundamental la sustitución de los tradicionales préstamos comerciales que conducían a una espiral inflacionista por deuda en condiciones de mercado.

⁶ La legislación española entiende este concepto como la inversión extranjera o en el extranjero en valores mobiliarios cuyo resultado permite controlar la sociedad emisora de las acciones (Real Decreto 671/992, de 2 de julio).

emergente. De ese modo, quedaría sometida a la legislación vigente en el país donde tenga lugar la inversión⁷.

Por otra parte, debemos aclarar una serie de conceptos que nos servirán de base para la descripción de los flujos de inversión ofrecidos en la segunda parte del estudio.

Por *inversión en cartera* vamos a entender a aquella participación tomada primordialmente mediante acciones de una sociedad que se hace sin ánimo de tomar la dirección o control de la gestión de la misma, es decir, de una forma “pasiva”. El objetivo del inversor es constituir una cartera de títulos que le aporte un adecuada rentabilidad cuyo riesgo disminuya a través de la diversificación internacional.

Finalmente, consideraremos *inversión extranjera directa* a aquella participación financiera que se realiza con un interés efectivo de control o dirección en una empresa determinada y, también, a las contribuciones de capital aplicadas a las actividades económicas del país (inversiones reales en inmovilizado, circulante, etc.), que le suponen al mismo y a la empresa ventajas sustanciales como, por ejemplo, transferencia de tecnología, “saber hacer” en materia de gestión, posibilidades de exportación, empleo local, etc.

<i>Acciones Locales</i>	{	<ul style="list-style-type: none"> • Inversión en el propio mercado (directa) • Inversión en plazas internacionales (indirecta)
<i>Fondos de Inversión</i>	{	<ul style="list-style-type: none"> • Fondos creados y cotizados en el propio mercado (directa) • Fondos creados en el propio mercado y cotizados en plazas internacionales (directa/indirecta) • Fondos creados y cotizados en plazas internacionales (indirecta)
<i>Certificados de Depósito de Acciones</i>	{	<ul style="list-style-type: none"> • ADR -American Depositary Receipts- (indirecta) • GDR -Global Depositary Receipts- (indirecta)
<i>Deuda Pública/Privada</i>	{	<ul style="list-style-type: none"> • Emisiones Internacionales de Bonos (indirecta) • Otros Instrumentos de Deuda (directa/indirecta)
<i>Préstamos de Bancos Comerciales (Deuda Privada)</i>		
<i>Mercados Derivados</i>	{	<ul style="list-style-type: none"> • Inversión en el propio mercado (directa) • Inversión en plazas internacionales (indirecta)

⁷ En otro contexto (no se trata del que nosotros consideramos) este concepto puede entenderse como la inversión que realiza una empresa a través de una sociedad o de un fondo de inversión.

Figura 1.-Principales vías e instrumentos de inversión en mercados emergentes

Fuente: *Elaboración Propia*

Por tanto, comencemos a describir la naturaleza de los principales instrumentos de inversión que se utilizan en los ME.

2.2.1. Acciones Locales

Es la forma más tradicional de inversión en ME, pero, a su vez, una de las más complicadas, debido a lo específico de las condiciones de cada mercado. Así, en distintos países existen limitaciones a la compra de determinados títulos o sectores, que actúan como barreras a la entrada de capital extranjero (tabla 1). Una forma de “romper”, en parte, este tipo de barreras es crear, por ejemplo, distintas series de un mismo título, teniendo cada una de ellas características diferentes (derechos económicos, derecho al voto, que sólo la puedan adquirir inversores locales, sólo extranjeros, distintas características combinadas, etc.). Además, dichas series deben tener un porcentaje limitado dentro del capital social.

BARRERAS QUE LIMITAN LA MOVILIDAD DEL CAPITAL INTERNACIONAL					
MERCADOS	Intereses Retenidos	Dividendos Retenidos	Entrada Capital	Repatriación de Ingresos	Repatriación de Capital
Argentina	0	0	Libre	Libre	Libre
Brasil	15%	15%	Libre	libre	Libre
Chile	10%	10%	Relativa	Libre	1 año
Colombia	0	0	Autoriz.Expre	Libre	Libre
México	0	0	Libre	Libre	Libre
Perú	0	0	Libre	Libre	Libre
Venezuela	0	0	Relativa	Algun.Restr.	Algun.Restr.
China	0	20%	Valor. Concr	Libre	Libre
Corea	12,9%	16,125%	Relativa	Libre	Libre
Filipinas	20%	25%	Valor. Concr.	Libre	Libre
Taiwan	20%	20%	Autoriz.Expr.	Algun.Restr.	Algun.Restr.
India	20%	20%	Autor.Expr.	Libre	Libre
Indonesia	15%	15%	Relativa	Algun.Restr.	Algun.Restr.
Malasia	20%	0	Libre	Libre	Libre
Paquistán	10,5%	10%	Libre	Libre	Libre
Sri Lanka	0	15%	Relativa	Algun.Restr.	Algun.Restr.
Tailandia	15%	10%	Relativa	Libre	Libre

Grecia	15%	0	Libre	Libre	Libre
Hungría	0	10%	Libre	Libre	Libre
Jordania	0	0	Autor. Expr.	Libre	Libre
Nigeria	10%	10%	Cerrada	Algun.Restr.	Algun.Restr.
Polonia	0	15%	Libre	Libre	Libre
Portugal	0	12,5%	Libre	Libre	Libre
Sudafrica	0	15%	Libre	Libre	Libre
Turquía	0	0	Libre	Libre	Libre
Zimbabwe	15%	15%	Relativa	Libre	Libre

Tabla 1.- Barreras Directas

Fuente: Emerging Stock Market Factbook 1996

Por otro lado, en función del mercado o plaza financiera donde realicemos la inversión podemos distinguir:

- **Inversión directa.** La operación es realizada dentro del propio mercado, con todas las ventajas e inconvenientes que ello supone. Es la forma común de realizar este tipo de operaciones. Dentro de este grupo encontramos la inversión extranjera directa como una de las formas de inversión más importante, en volumen, de todas las utilizadas por los inversores (la adquisición del argentino Banco Río de la Plata por el Banco de Santander en 1997 constituye un claro ejemplo de control directo a través de una inversión extranjera).
- **Inversión indirecta.** La operación de compra o venta es realizada desde un mercado extranjero con la finalidad de crear una cartera de inversión. Normalmente, las operaciones suelen ser formalizadas en mercados desarrollados y, dentro de éstos, sólo en los principales -Nueva York, Londres, etc.-

2.2.2. Fondos de Inversión

El alto coste que puede suponer una inversión en acciones locales para un inversor de tipo medio ha propiciado el desarrollo de los fondos de inversión en ME. Nos ofrecen la posibilidad de alcanzar las altas rentabilidades ofrecidas por dichos mercados sin correr el riesgo del propio país. De esta forma, no vamos a estar sometidos a contingencias tales como la falta de liquidez y tipo de cambio, principalmente, ya que se buscarán fondos emergentes que coticen en bolsas desarrolladas.

Desde el punto de vista del origen del fondo, podemos encontrarnos con:

- *Fondos creados y negociados en el propio mercado emergente.* Normalmente, se negocian por medio de intermediarios locales, teniendo una escasa aceptación por parte del inversor extranjero. Es la modalidad de fondos emergentes más arriesgada (a modo de ejemplo, el fondo argentino *25 de Mayo*, figura inscrito en la Comisión Nacional de Valores argentina y puede ser negociado por cualquier inversor).
- *Fondos creados en el propio mercado emergente y cotizados en las bolsas internacionales más importantes.* En esta categoría se suelen encuadrar los *fondos países*⁸. Durante las primeras fases de desarrollo de los ME, se efectuó un posicionamiento de los inversores internacionales en los mismos a través de dichos fondos. Al crear un fondo del país se podía participar en un mercado emergente salvando los riesgos y costes de comprar acciones directamente. El desarrollo progresivo de los fondos país ayudó a que los intermediarios financieros internacionales (bancos, sociedades de bolsa, etc.) se interesaran cada vez más por los mercados emergentes⁹. A este respecto, en los últimos años se han creado multitud de fondos de inversión basados en distintos mercados emergentes.
- *Fondos creados y cotizados en plazas internacionales.* Cuentan con la mayores ventajas que les aportan tanto las bolsas desarrolladas (seguridad, liquidez, transparencia, infraestructura, etc.) como las entidades gestoras y depositarias internacionales, frente a las bolsas de los ME. Por ello, son los fondos más solicitados por los inversores extranjeros¹⁰.

Hay que añadir también que en ocasiones podremos invertir en fondos que sin estar especializados en ME, inviertan parte de sus recursos en fondos extranjeros especializados.

Por otro lado, es curioso constatar que, en algunos casos, el volumen negociado de fondos para un solo país ha llegado a exceder el montante de las posibles inversiones en ese mercado. Por ejemplo, en 1993, se ofrecían más de 20 fondos chinos, cuyos activos sobrepasaban los 2.200 millones de dólares, mientras que las acciones tipo “B”, disponibles para adquisiciones de inversores extranjeros, en las bolsas de Shanghai y Shenzhen poseían una capitalización de tan sólo mil millones de dólares.

⁸ Existen multitud de fondos países como el Fondo de México, creado por la sociedad mexicana Impulsora del Fondo de México, que cotiza en el NYSE americano. Dichos fondos son representativos de la evolución de sus respectivos mercados, y fueron los primeros que se utilizaron para atraer inversión extranjera. En un principio los fondos países eran creados y gestionados por sociedades locales de países emergentes. En la actualidad, existen distintos fondos gestionados también por sociedades internacionales (Fondo Argentina).

⁹ Estos mercados ofrecían rentabilidades envidiables, aunque había que asumir niveles elevados de riesgo.

¹⁰ Como ejemplo de este tipo de fondos, Barclays negocia en España el fondo emergente, IPB Emerging Markets (V); Commercial Union, el Emerging Countries Fund; y Citibank ofrece el Citiport.-Emerging Asian Markets Equity (V). Además, podemos encontrar Fondos y Sicav extranjeros en España que invierten en empresas de China, India, Asia, Iberoamérica, Australia y Este de Europa.

En los gráficos 1 y 2 podemos observar dos fondos integrados por títulos mexicanos y asiáticos, respectivamente. En el primero podemos advertir como, lentamente -debido a la crisis asiática-, la inversión mexicana mantiene sus niveles de precios, en un clima de alta volatilidad, después de atravesar la grave crisis del “tequila” de finales de 1994 (gráfico 1). En el segundo, se aprecia como la inmersión en la profunda crisis financiera, que afecta a los países del sudeste asiático, lleva a un descenso muy pronunciado de los precios de los títulos integrantes del fondo (gráfico 2).

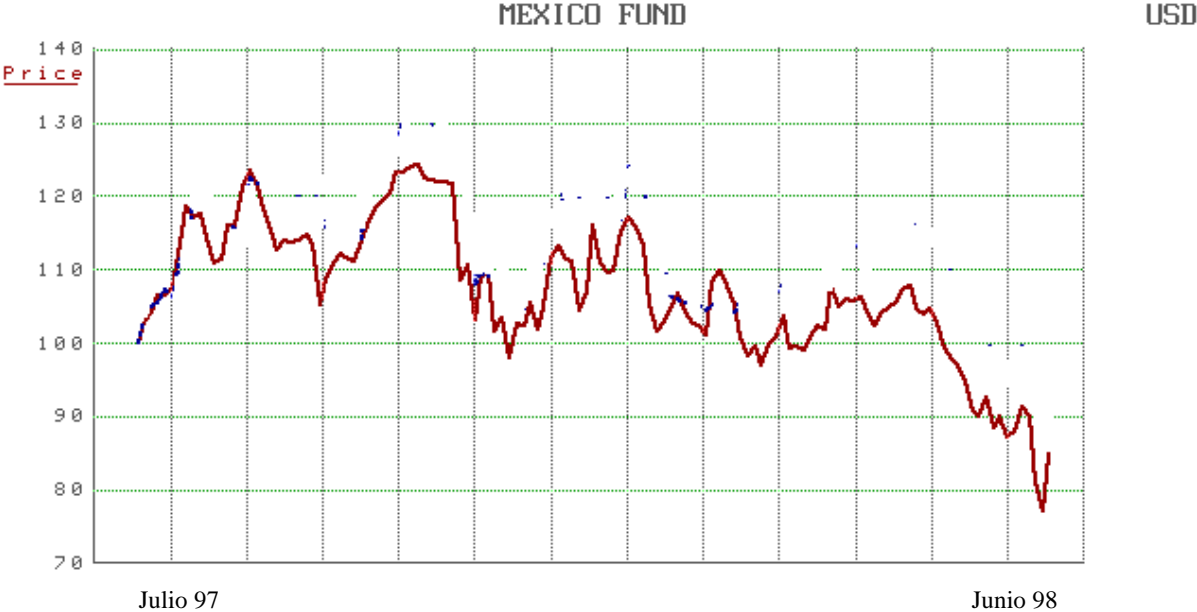


Gráfico 1.- Fondo México
Fuente.- <http://www.trustnet.co.uk>

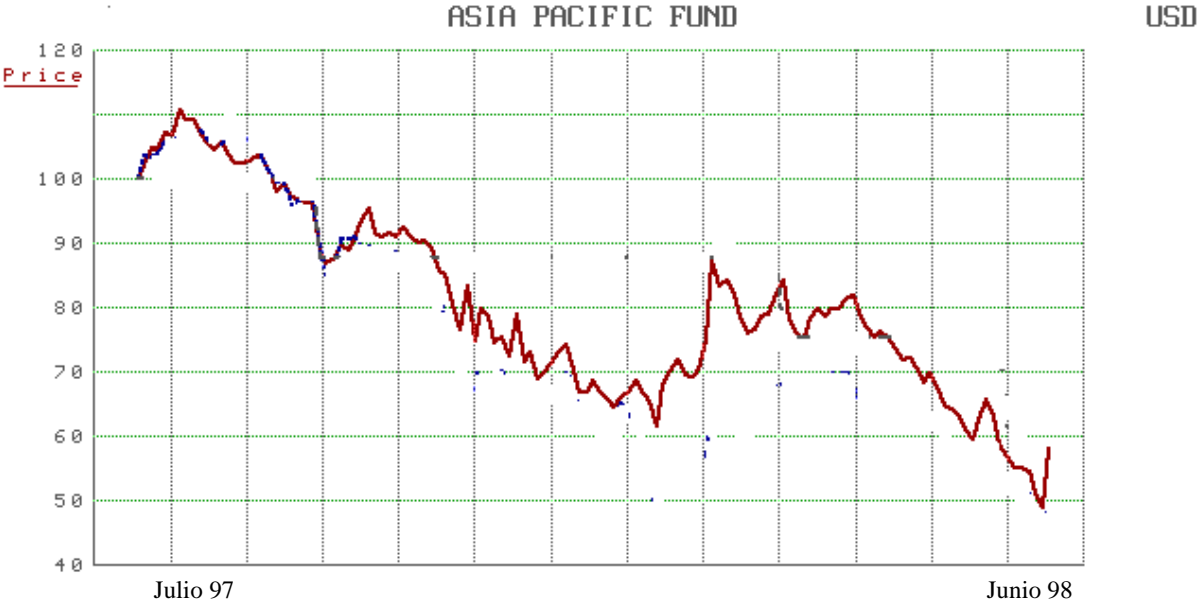


Gráfico 2.- Fondo Asia Pacifico
Fuente.- <http://www.trustnet.co.uk>

Se distingue, por otro lado, que la mayor parte de estos fondos están constituidos por títulos de renta variable y son representativos del índice de cada mercado. Así, el Fondo de México en un 96,7%, aproximadamente, está compuesto por títulos de renta variable y en un 3,3% por títulos a corto del mercado monetario, y el Fondo de Asia con un 87,9% y un 12,1% respectivamente. Además, los títulos a corto incluidos en el fondo son títulos del mercado estadounidense.

En España los fondos de inversión negociados sobre ME alcanzaron en 1997 un volumen total cercano a los 120.000 millones de pesetas, lo que supone aproximadamente un 0,3% del total de recursos que maneja la inversión colectiva en nuestro país (unos 31 billones de pesetas). La tabla 2 muestra los fondos de inversión menos rentables durante 1998 (01/01/98 - 20/06/98), en donde podemos apreciar como prácticamente todos los fondos que aparecen pertenecen a mercados emergentes y como la crisis asiática ha afectado de forma muy marcada a sus rentabilidades actuales.

Fondos de Inversión Internacionales en España a 20-6-98		
Fondo	Grupo	Rentab.98
Fonmexico	Banesto	-21,13
AB Latinoamérica	AB	-20,61
Banif Emergentes	BCH	-18,70
Sant. Latin American	B.Santander	-17,96
Madrid Emergentes Gl.	Cajamadrid	-16,11
Euroagentes Premier	Euroagentes	-16,00
AC Australasia	Ahorro Corp.	-12,48
Safei Japón Fondo	Safei	-12,18
Banif RV Japón	BCH	-11,60
Gestinova Latin.	BBV	-10,22
Safei Emerg. Fondo	Safei	-8,81
AC Materias Primas	Ahorro Corp.	-8,77
Arg. Fondbol. Emerg.	Argentaria	-6,92
AC Iberoamérica	Ahorro Corp.	-5,59
Ejecutivos 200	Renta 4	-5,34

Tabla 2. Fondos menos rentables en España durante 1998

Fuente: *Expansión*

No obstante, debido a su volatilidad estos fondos han generado substanciosos beneficios en años anteriores, y posiblemente algunos de ellos lo vuelvan a hacer en un futuro próximo (gráfico 3). Así, por ejemplo FONMEXICO en 1997 generó una rentabilidad del

60,29% y SANTANDER LATIN AMERICA del 41,9%. Además, obtuvieron rentabilidades acumuladas, desde su creación, del 91,5% y 44%, respectivamente.

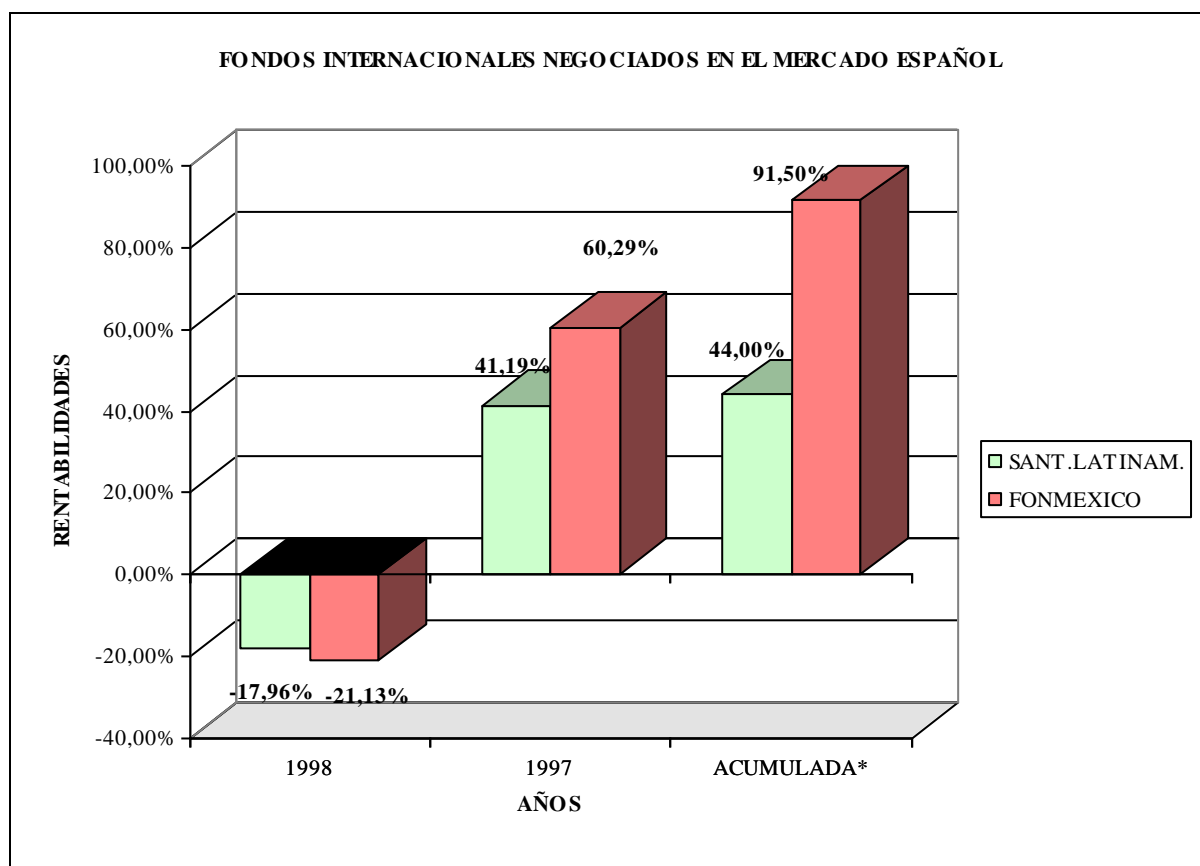


Gráfico 3. Fondos Internacionales negociados en el mercado español.

Fuente. <http://fondosweb.tsai.es/>

(*) Rentabilidades calculadas desde la fecha de su creación hasta el 01/07/98. Ambos fondos fueron creados en 1991.

En último lugar, de entre las ventajas más importantes que los fondos de inversión aportan a los ME podemos destacar:

- La diversificación del riesgo total de la cartera emergente.
- Los menores costes para el inversor en relación a la inversión directa.
- La mayor facilidad y liquidez para la inversión y desinversión de las participaciones.

2.2.3. Certificados de Depósito de Acciones

Constituyen una de las vías más importantes de flujos de inversión indirecta hacia los mercados emergentes en los últimos tiempos y consisten en unos instrumentos negociables sobre acciones de empresas extranjeras que se cotizan en mercados internacionales.

Generalmente, los bancos del país de destino mantienen las acciones en custodia en el país de origen emitiendo unos certificados de depósito contra las mismas. Su objetivo es crear un instrumento financiero sometido a la normativa de un mercado local y, por consiguiente, hacerlo negociable.

Los instrumentos más comúnmente utilizados son *los American Depositary Receipts (ADRs)*, negociados en EE.UU.; *los Global Depositary Receipts (GDRs)*, instrumentos similares pero contratados en bolsas internacionales y no en EE.UU.; y *los EDR's (European Depositary Receipts)*, a través de los que acciones de diferentes países cotizan en la Bolsa de Luxemburgo.

El ADR es un recibo que ampara la adquisición de una acción comprada en una bolsa extranjera (no estadounidense), depositado en un banco custodio (por lo general un banco internacional reconocido). Los ADRs se emiten, bien sea por iniciativa de la compañía sujeta a cotización -en cuyo caso son patrocinados (sponsored)-, o por iniciativa de los inversores -no patrocinados (unsponsored)-. Existen tres niveles de ADRs patrocinados: el ADR a nivel 1 implica requisitos de registro mínimos y se negocian en el mercado extrabursátil. Los ADRs del nivel 2 están sujetos a registros más estrictos por parte de la *Securities and Exchange Commission (SEC)*, y no sólo pueden negociarse en un mercado OTC sino también incluirse en una bolsa de valores de EEUU. Por último, los ADRs del nivel 3, sujetos a requisitos de registro y de información más rígidos, pueden utilizarse para obtener capital rápidamente.

La ventaja para la empresa patrocinadora es que el ADR, al igual que una nueva emisión de acciones, le proporciona dinero inmediato, pero no necesita cumplir con las regulaciones y requisitos de la SEC, ni con las altas cuotas monetarias ni períodos de espera que implica una inscripción en una bolsa de EEUU.

Apuntar, por otro lado, que tanto los ADR como los GDR son inversiones indirectas ya que se negocian en plazas internacionales, aunque llevan aparejadas la compra de títulos por parte del agente local dentro del propio mercado, por lo que, podemos ver este tipo de inversión como indirecta, pero acompañada de otra directa.

La figura 2 muestra como se emite un ADR en los mercados financieros: un inversor extranjero coloca una orden para comprar acciones de la compañía XYZ con su corredor de Bolsa en EEUU, el cual, a su vez, coloca la orden para comprar estas acciones con un corredor local. Éste compra acciones de la empresa XYZ en la bolsa de su país, y posteriormente las entrega a un banco custodio (en este caso un banco local), el cual envía un telex al banco de

inversión extranjero¹¹ que opera el ADR y le avisa de que tiene las acciones de la empresa XYZ bajo custodia, con lo cual el banco estadounidense emite el ADR al corredor estadounidense, que, por su parte, entrega el ADR al inversor. Por lo tanto, el inversor extranjero no es dueño de hecho de las acciones de XYZ, sino de un recibo representativo de las mismas.

EMISION DE UN A.D.R.

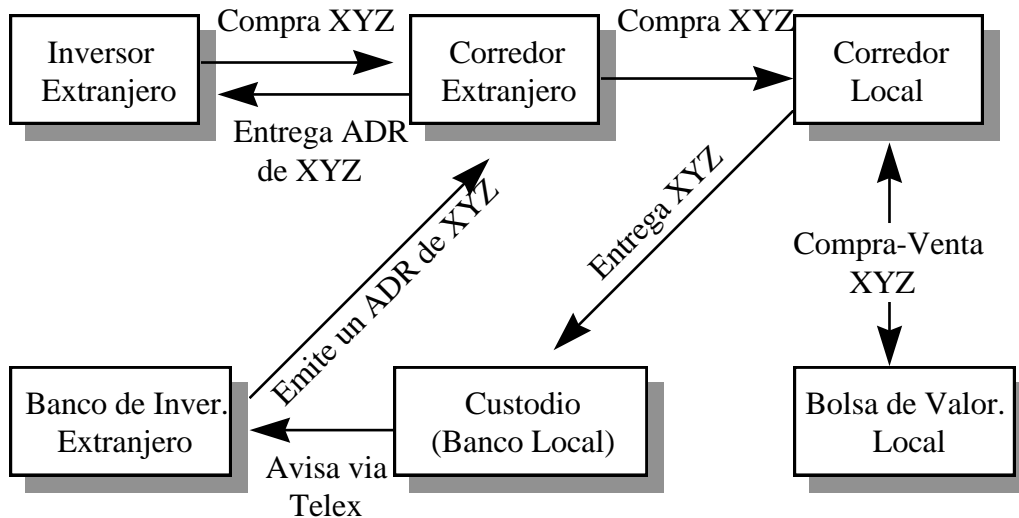


Figura 2. Funcionamiento de un ADR en el mercado primario

La colocación de ADRs se vio facilitada cuando en abril de 1990, la SEC adoptó la Regla 144A, que permitía a los inversores institucionales estadounidenses negociar valores de deuda y de capital de colocación privada, sin tener que mantenerlos en su cartera durante dos o tres años, como se requería antes. Además, la Regla 144A homologó los requisitos de registro de ADR para obtener capital, con los de su mercado nacional. Esta norma incrementó la liquidez de estos instrumentos y favoreció su negociación, hasta el punto de que varios ADR presentaron volúmenes de negocio superiores en sus mercados externos que en los nacionales. Así, por ejemplo, en mayo de 1997, el número de acciones de la compañía telefónica mexicana TELMEX¹² negociadas en Nueva York triplicaba al de las acciones negociadas en la Bolsa Mexicana de Valores, y las correspondientes a la empresa constructora ICA duplicaba su negociación en la bolsa estadounidense. En cuanto al volumen de ADRs negociados en los mercados norteamericanos se ha pasado de 75 millones de dólares en 1990 a 503 millones en 1997, es decir, un incremento de negociación de 5,7 veces.

¹¹ Suelen ser entidades de reconocido prestigio mundial como el Banco de Nueva York, Citibank y Morgan & Stanley, siendo, el Banco de Nueva York el más importante, con el 60% del total de las operaciones.

¹² Títulos representativos del mercado mexicano.

La figura 3 ilustra como se negocia un ADR en el mercado secundario, lo cual puede suceder en una bolsa de EEUU y/o en un mercado extrabursátil.

COMPRA-VENTA DE ADR EN MDO. SECUNDARIO

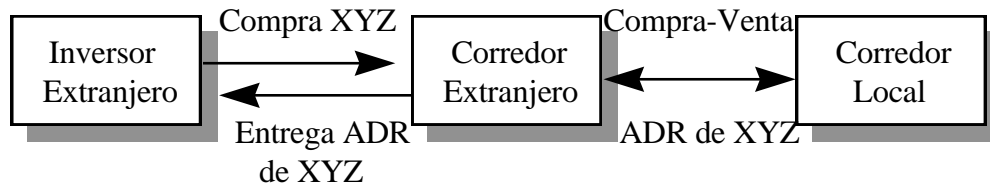


Figura 3. Funcionamiento de un ADR en el mercado secundario

Con frecuencia, los inversores interesados en la compra venta de acciones de empresas extranjeras encuentran prohibitivos los costes de obtener información sobre un corredor local, elevados riesgos a la hora de repartir las ganancias y dividendos en moneda extranjera, y riesgo en general al comerciar en un mercado extranjero. A este respecto, los certificados de depósito de acciones van a permitir operar al inversor local con los corredores de su país, en su moneda, en su idioma y en su propio entorno, invirtiendo en una empresa de un mercado emergente sin abandonar su propio mercado interno. Esto implica que los costes de gestión se reducen en gran medida, evitando complicaciones administrativas y de otro género. Además, la percepción y distribución del dividendo se completa con mucha mayor eficacia, ya que el banco patrocinador se encarga de cobrar todos los dividendos y repartirlos entre los tenedores de certificados, tras haberlos convertido en dólares o en la divisa del tenedor.

Además, los certificados de depósito de acciones son ideales para los inversores institucionales que tienen como restricción la inversión en títulos cotizados en su mercado interno. Los certificados de depósito de acciones también pueden utilizarse para diversificar la base de accionistas de una empresa, y para mejorar su imagen en los mercados internacionales y así, atraer crédito en monedas fuertes a menores tasas de interés.

Esta serie de ventajas hacen que los certificados de depósito de acciones sean uno de los títulos internacionales más negociados en todo el mundo y que la mayor parte de los mercados mundiales los posean. Hasta tal punto llega su importancia que algunos mercados

emergentes y desarrollados fundamentan sus procesos de privatización sobre la emisión de ADRs¹³.

2.2.4. Deuda Pública o Privada

Este instrumento financiero fue sustituyendo en importancia a los préstamos directos que se dirigían hacia los ME para la financiación pública, y sirvió para impulsar el desarrollo de las distintas bolsas emergentes. En función del origen de su emisión podemos distinguir dos grandes bloques:

- * Emisiones internacionales de bonos. En este punto se enmarcan los Bonos Brady, fundamentalmente.
- * Otras emisiones nacionales o internacionales de deuda pública o privada (por ejemplo, Certificados del Tesoro Mexicano -CETES- u Obligaciones Negociables argentinas).

Dentro del segundo bloque podemos destacar dos tipos de agentes que buscan financiación: el Estado y las empresas. La utilización de deuda pública, por parte del Estado, para financiarse (que ha contribuido a un alto desarrollo en las principales bolsas emergentes) resulta un método mucho más sano y menos inflacionario para la economía que la obtención de préstamos directos. Además, los gobiernos utilizan este tipo de financiación para definir su política monetaria y controlar la inflación, marcando con ella la marcha de los tipos de interés. En la mayor parte de los ME existen títulos de deuda pública a corto plazo (letras del tesoro, certificados del tesoro, etc) que definen la evolución que deben seguir los tipos de interés para el control de la inflación.

Por otra parte, las empresas van a buscar financiación a través de títulos privados emitidos en el propio mercado o en mercados internacionales, siendo los más utilizados los bonos, pagarés de empresa y aceptaciones bancarias.

Pero, si bien los instrumentos de deuda pública o privada que se presentan en ME pueden ser numerosos, nos centraremos en el instrumento de deuda más popular e importante negociado en dichos mercados: nos referimos a los Bonos Brady.

Emisión Internacional de Deuda. Bonos Brady.

¹³ Así, en 1996 Portugal Telecom realizó emisiones por un volumen de 146 millones de dólares, Borsdchem (empresa química húngara) por 62 millones de dólares, Tranzrail (empresa pública neocelandesa) por 105 millones de dólares, Repsol lo hizo en 182 millones, etc.

El mercado de Bonos Brady surgió como respuesta a la crisis de la deuda de los países en desarrollo durante la década de los ochenta. El plan Brady, denominado así en honor de quien entonces fuera secretario del Tesoro de los EEUU, Nicholas Brady, permitió la reestructuración de la deuda que los países en desarrollo mantenían con bancos comerciales extranjeros, por medio de la emisión de bonos. Para ello, se procedió a extender el plazo de vencimiento pactado en los préstamos y en muchos casos se avaló el principal de los nuevos bonos con títulos del Tesoro norteamericano. Esta previsión aseguró el pago del principal de los Bonos Brady.

Bajo el Plan Brady, las naciones deudoras obtuvieron una reducción en las cantidades de deuda reclamadas por sus acreedores, y al mismo tiempo los prestamistas mejoraron su crédito, principalmente a través de garantías colaterales a los préstamos. Los Bonos Brady permitieron una renovación del crecimiento económico, brindándole a las naciones en desarrollo un medio con el cual poder pagar sus deudas pendientes a costo reducido, y así a la larga restaurar su acceso a los mercados de capitales internacionales.

De esta forma, la deuda bancaria, se reconvirtió en deuda titulizada, provocando un cambio notable en el perfil acreedor del sistema financiero.

México fue el primer país en completar un plan de reestructuración Brady, en marzo de 1990. Desde entonces, catorce países¹⁴ han completado programas similares. Los países de Iberoamérica, que durante los años ochenta habían tenido muchas dificultades para acceder a cualquier tipo de préstamo, lograron recaudar 25.000 millones de dólares en 1993 a través de la venta de nueva deuda en los mercados internacionales.

Las condiciones de cada paquete Brady específico varían. Algunos países han emitido un tipo de bono solamente, mientras que otros han emitido hasta ocho bonos distintos: cada uno puede variar en aspectos tales como el vencimiento, cupones de tasa fija o flotante, plazos de amortización, y el nivel al que se crean garantías colaterales para responder a los pagos de principal e interés. El valor nominal de los distintos bonos en circulación es de 140 mil millones de dólares, de los cuales un 85% son bonos emitidos en México, Brasil, Argentina¹⁵ y Venezuela.

¹⁴ Entre otros, Argentina, Costa Rica, Filipinas, Marruecos, Mozambique, Níger, Nigeria, Uruguay y Venezuela.

¹⁵ A 31 de abril de 1998 la capitalización en el Mercado Abierto Electrónico argentino de bonos Brady era de 16.500 millones de dólares.

Actualmente, las emisiones de Bonos Brady abarcan una serie de bonos de distintos tipos, entre los que destacan:

- * *Bonos a la Par*. Emitidos por el 100% del capital pendiente, a 30 años y garantizados con bonos de cupón cero del Tesoro de EEUU. En este tipo de bonos no existía descuento sobre el capital, a cambio de lo cual se establecieron unos intereses fijos que, hasta el vencimiento, implicarían un ahorro del 35%, como consecuencia de los diferenciales con los tipos de interés internacionales vigentes en el mercado. El interés promedio a tipo fijo de estos títulos es del 5,5% a 30 años, mientras que las tasas internacionales para obligaciones a largo plazo se situaba, en octubre de 1992, en torno al 8,5%.
- * *Bonos de Descuento*. Emitidos por el 65% del capital, lo que implicaba una quita del mismo del 35%, con igual plazo de maduración e idénticas garantías que los anteriores.

Además, algunos países han emitido bonos que varían bastante de los bonos par y de descuento, particularmente en lo que se refiere a las condiciones de su colateral. Así, los futuros y opciones sobre Bonos Brady incluyen contratos¹⁶ sobre:

- *Bonos con colateral. Bonos Par Mexicanos.*
- *Bonos sin colateral:*
 - Bonos argentinos de tasa flotante (FRBs).
 - Bonos C y de Interés Eligible (EI) brasileños.

Finalmente, en los últimos años, los Bonos Brady han pasado a ser el medio de inversión de mayor liquidez de los mercados emergentes, y cada vez más sirven de punto de referencia para aumentar el rendimiento y lograr una mayor diversificación de las carteras de instrumentos.

2.2.5. Préstamos de Bancos Comerciales

Han sido la forma tradicional de financiación para los distintos mercados emergentes hasta la aparición y desarrollo de los Bonos Brady. Este último hecho, ha incidido notablemente en la pérdida de importancia relativa que actualmente tienen los préstamos como medio de financiación en ME. A este respecto, si nos fijamos en el sistema financiero

¹⁶ La principal diferencia entre estos contratos se centra en la existencia de un colateral, de una garantía.

argentino, en diciembre de 1991, las deudas bancarias representaban el 56,5% de la deuda pública instrumentada y la deuda en bonos el 12,6%, cuatro años después, a finales de 1995, dichos porcentajes llegaron a ser del 1,6% y 59,6%, respectivamente.

Por tanto, los préstamos bancarios se presentan hoy día como una alternativa marginal en relación a cualquier otro tipo de financiación.

2.2.6- Mercados Derivados

Estos mercados son aún muy primitivos en la mayoría de los mercados en vías de desarrollo; sin embargo, en los últimos años¹⁷ se están desarrollando en gran medida, con el objeto de atenuar las oscilaciones en los tipos de cambio e interés que se están produciendo en los mercados financieros. Los derivados más utilizados en los mercados emergentes son actualmente los “warrants” y los bonos convertibles.

Por ello, es muy importante que siga aumentando su negociación, para así, evitar que la cobertura de los riesgos de los activos subyacentes se busque en bolsas de países desarrollados¹⁸, y generar mayor liquidez y confianza en los mercados derivados emergentes. Este hecho se está confirmando en la actualidad, sobre todo, porque los altos niveles de volatilidad que presentan dichos mercados contribuyen a su extendida utilización.

3. ANÁLISIS DE LOS FLUJOS DE INVERSIÓN PRIVADOS HACIA LOS MERCADOS EMERGENTES

Se estima que el flujo inversor hacia los países emergentes se incrementó en más de cinco veces durante el período comprendido entre 1989 y 1992, siendo muy significativo en Iberoamérica (Argentina, Brasil, México), Sudeste asiático (Corea del Sur, China y Tailandia) y Europa del Este (República Checa y Hungría).

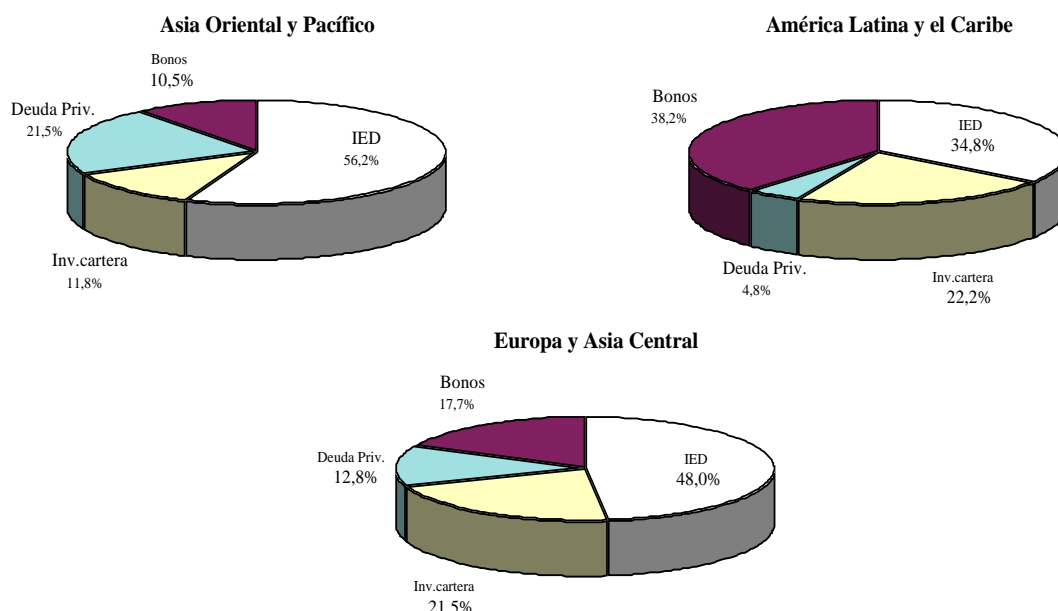
En 1996 se observa un aumento en los flujos privados de inversión neta en todas las regiones emergentes que llegaron a alcanzar una cantidad aproximada de 243.800 millones de dólares. Esta cifra supone casi un 32,3% de incremento con respecto a 1995 y casi un 449% con respecto a los recursos privados a largo plazo de 1990 (tabla 3) y constituye el 85,66% del total de recursos a largo plazo dirigidos hacia los países en desarrollo en 1996.

¹⁷ Comenzaron a madurar a partir de 1993.

Los instrumentos o vías de inversión que han posibilitado que el capital privado fluya hacia los mercados emergentes han consistido en inversión extranjera directa (45% del total de inversión privada); emisiones de bonos (19%), inversión de cartera (18,7%); y, también, préstamos de bancos comerciales (14%) y préstamos bancarios garantizados por organismos de crédito a la exportación (3,4%). En el gráfico 4 puede apreciarse como las principales áreas emergentes siguen de una manera, más o menos fiel, estas proporciones.

Las principales zonas beneficiadas por estos flujos fueron *Asia Oriental y el Pacífico* con 108.700 millones de dólares en 1996 (un 29,2% superior a 1995 y 463% más que en 1990) y *América Latina y el Caribe* con 74.400 millones en 1996 (un 37% más que en 1995 y un 494% por encima de 1990). Entre los países que mayores flujos atrajeron destacan China con 52.000 millones en 1996, México con 28.000 millones, Indonesia con 17.900, Malasia con 16.000, Brasil con 14.700, Tailandia con 13.300, Argentina con 11.300 y la India con 8.000 millones de dólares (tabla 4).

Destaquemos que en el período 1990-1996 los doce principales países emergentes destinatarios de flujos netos de capital privado¹⁹ concentraron una media del 79% del total dirigido a todas las zonas emergentes.



¹⁸ En el *Chicago Mercantil Exchange* (CME) se negocian futuros sobre determinadas monedas (peso mexicano, real brasileño, etc.), y determinados productos, destacando el mercado de derivados sobre productos agrícolas.

¹⁹ China, México, Brasil, Malasia, Indonesia, Tailandia, Argentina, India, Federación de Rusia, Turquía, Chile y Hungría.

Gráfico 4: Composición flujos privados 1996 en las principales zonas emergentes

Flujos agregados netos de capital privado hacia los países en desarrollo, 1990-1996 (miles de millones de dólares)							
<i>Tipo de flujos</i>	<i>1990</i>	<i>1991</i>	<i>1992</i>	<i>1993</i>	<i>1994</i>	<i>1995</i>	<i>1996*</i>
TOTAL PRIVADOS	44,4	56,9	90,6	157,1	161,3	184,2	243,8
• Inversiones de cartera	5,5	17,3	20,9	80,9	62,0	60,6	91,8
<i>Bonos</i>	2,3	10,1	9,9	35,9	29,3	28,5	46,1
<i>Capital accionario</i>	3,2	7,2	11,0	45,0	32,7	32,1	45,7
• Inversión extranjera directa	24,5	33,5	43,6	67,2	83,7	95,5	109,5
• Bancos comerciales	3,0	2,8	12,5	-0,3	11,0	26,5	34,2
• Otros	11,3	3,3	13,5	9,2	4,6	1,7	8,3
FLUJOS TOTALES	100,6	122,5	146,0	212,0	207,0	237,2	284,6
<i>% privados s/totales</i>	44,1	46,4	62,1	74,1	77,9	77,7	85,7

Tabla 3. Flujos de capitales privados (1990-96)

(*)Datos preliminares

Fuente: Sistema de Notificación de la deuda del Banco Mundial

3.1. Inversión de cartera

La inversión extranjera, de origen privada, dirigida a mercados emergentes aumentó, como indicamos anteriormente, en un 449% en el período comprendido entre 1990 y 1996 (gráfico 5). Asimismo, si nos ceñimos al caso de la inversión en cartera en renta variable (sin incluir bonos), se produjo una subida de 3,2 a 45,7 mil millones de dólares para ese mismo período (un aumento del 1.328%). Además, podemos comprobar como la inversión de capital privado con respecto a la inversión total extranjera²⁰ ha pasado de un 44,1% a un 85,7% entre 1990 y 1996 (tabla 3).

Tales incrementos de inversión se han debido, entre otras causas, a una integración de los mercados de renta variable internacionales, lo cual ha provocado que las emisiones de títulos valores, por parte de los mercados emergentes, tengan unos costes más accesibles (participan sindicatos bancarios internacionales que reducen el tiempo y coste de colocación). Del mismo modo, las innovaciones en las estructuras de regulación y supervisión de títulos en

²⁰ Flujos de inversión públicos y privados.

algunos países desarrollados han hecho menos costosas, para las empresas de países emergentes, las ofertas públicas en estos mercados²¹. La inversión desde el mismo mercado local, mediante instrumentos como ADRs y fondos país y la proliferación de privatizaciones han contribuido, también, al incremento de los flujos de inversión dirigidos hacia estas economías.

El gráfico 5 deja constancia del claro interés que los mercados internacionales muestran por los distintos mercados emergentes. No obstante, la evolución de la inversión en dichos mercados ha pasado por varias etapas. Así, en los primeros años de los noventa predominó claramente la inversión en la zona de América Latina. Esta situación cambia a partir de 1994, cuando comienza a disminuir la inversión y a trasladarse hacia los mercados asiáticos, debido fundamentalmente a la devaluación del peso mexicano. Este hecho puso en entredicho el interés que despertaban los mercados emergentes, especialmente los localizados en el área iberoamericana (efecto tequila²²). Sin embargo, a pesar de las grandes pérdidas que provocó la crisis de 1994 a innumerables inversores, fue un año “beneficioso” para el desarrollo de las bolsas emergentes²³. Durante 1996 y principios de 1997 parecía que los mercados comenzaban a salir de la crisis (otra vez los mercados volvían a incrementar sus inversiones en estos mercados); pero en el verano del 97 se inició la crisis asiática que volvió producir una disminución de la inversión y un movimiento de capitales hacia Iberoamérica .

Por tanto, podemos decir que si bien hasta 1994 el inversor en mercados emergentes se fijaba fundamentalmente en la rentabilidad, a partir de entonces comienza a poner especial celo en el estudio de los posibles riesgos generados por dichos mercados.

²¹ En EE.UU. se revisó la normativa de los mercados de valores de forma que los títulos procedentes del exterior no estuvieran sometidos a los requisitos de registro de la *Securities Exchange Commission*.

²² La crisis mexicana se extendió y provocó la retirada de capitales invertidos en mercados emergentes. Este hecho se produjo con mayor virulencia en la zona iberoamericana, sufriendo en menor medida o incluso, en ocasiones, llegando a beneficiarse distintos países del área asiática.

²³ Comenzaron a arbitrase instrumentos y medidas para salvar los posibles riesgos que conllevaba la inversión en mercados emergentes (desarrollo de mercados derivados, mejora en la infraestructura del mercado, etc.).

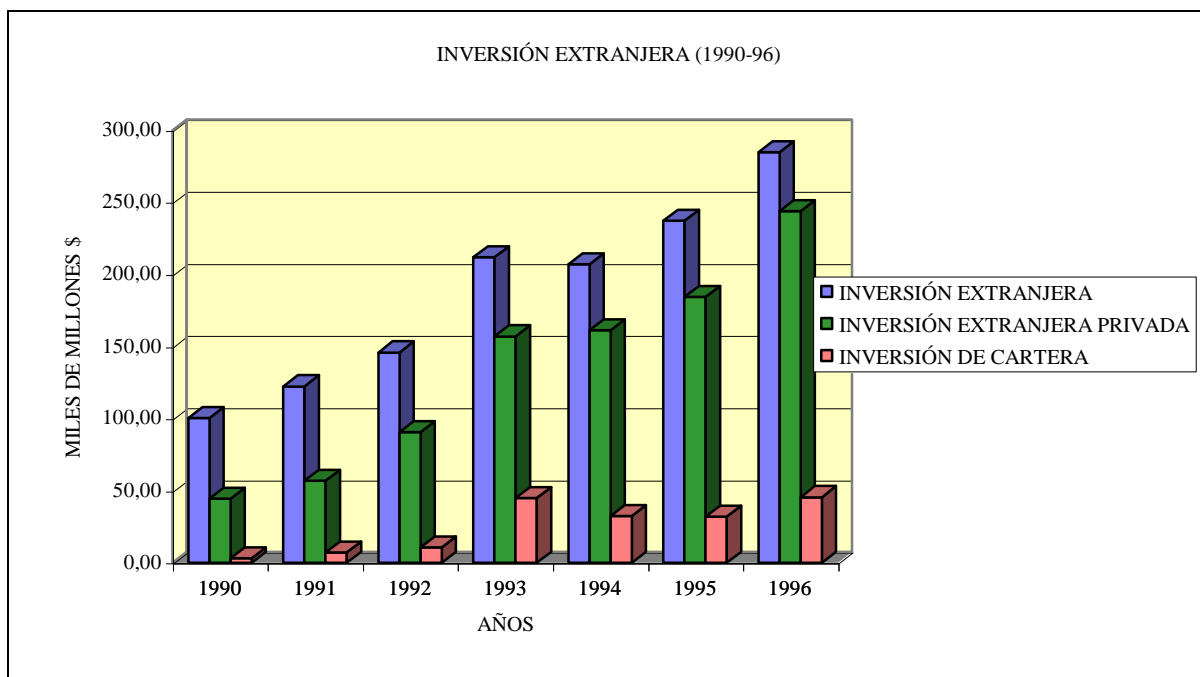


Gráfico 5: Evolución de la inversión extranjera total, flujos privados y de cartera en ME (1990-96)

Fuente: Banco Mundial.

Por otro lado, la inversión en cartera, dependiendo del área observada, ha presentado distintas dimensiones (gráfico 6). En los primeros años de los noventa gran parte de dicha inversión se dirigía a los mercados iberoamericanos (61,2%) y, en menor medida, a países de Oriente Medio (30,9%). A partir de 1994, como consecuencia de la crisis mexicana y las situaciones tan conflictivas por las que están pasando distintos países africanos, este tipo de inversión comenzó a centrarse en la zona asiática (41,9%). No obstante, debido a la crisis asiática del verano del 97, y a la reciente crisis rusa, esta tendencia está cambiando.

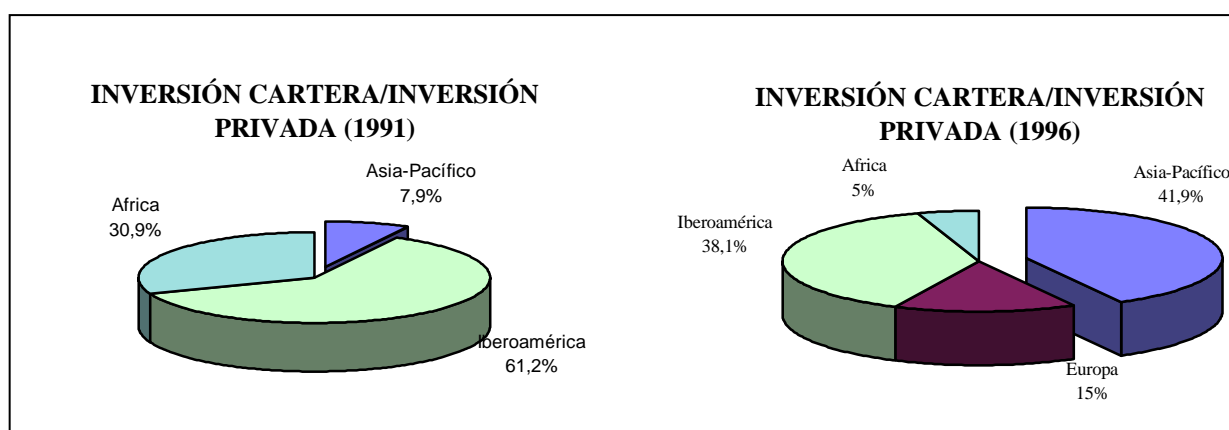


Gráfico 6: Inversión Cartera/Inversión Privada (1991-96)

Fuente: Banco Mundial, elaboración propia.

3.2. Inversión Extranjera Directa (I.E.D.)

A ser posible, la forma más arriesgada y a la vez más rentable para la inversión en un mercado emergente es la **inversión directa** en valores negociados en sus mercados de valores o bolsas²⁴, o en activos del propio país, de manera que el inversor quede expuesto a las contingencias características de cada mercado.

La tendencia actual hacia la globalización como proceso por el cual se produce una mayor integración económica, a través de la disminución de barreras reglamentarias y la adopción de regímenes aperturistas para la inversión, ha favorecido que el inversor apueste abierta y decididamente por la inversión directa. Desde 1990 a 1996 los movimientos de inversión extranjera directa hacia los mercados emergentes se han incrementado un 34,7%, llegando a suponer, en 1996, un 45% del total de flujos de inversión privados dirigidos hacia estas economías (tabla 3).

En *Asia Oriental y el Pacífico* el aumento de la IED fue de 9.000 millones de dólares (6.000 millones dirigidos a China) llegando a alcanzar unos **61.000** millones (véase fig.8) en 1996. Otros países beneficiados fueron Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia y Vietnam.

En *América Latina y el Caribe* en 1996 se recibió el 25% del total de IED destinada a países de ingreso bajo y mediano²⁵ (unos **26.000** millones de dólares -fig.8-). El incremento producido en 1996 fue superior al 13%, dejando, de esta forma, atrás la bajada de 1995 ocasionada por la crisis mexicana del “tequila”. Argentina, Brasil y México recibieron, cada uno, el 20% de los flujos inversión de la zona, y Colombia y Perú también atrajeron cifras importantes. En cuanto al incremento de financiación en bonos, pasó del 18%, en 1991, a 38,2%, en 1996, lo que supuso que el porcentaje de IED del total de flujos privados bajara de 54,5% a 34,8% en 1996 (gráfico 4).

En *Europa y Asia Central* se produjo una disminución de la IED de 17.200 millones, en 1995 (las privatizaciones húngaras tuvieron mucha influencia en esta cantidad), a casi **15.000** millones, en 1996 (gráfico 7), importe que ha disminuido a costa de inversiones en cartera, préstamos privados y bonos.

²⁴Normalmente, quien efectúa este tipo de inversión tiene un interés a largo plazo. Su deseo es participar en el control y dirección de una empresa con el objetivo de recuperar su inversión mediante el crecimiento sostenido de estas economías.

²⁵ Según el Banco Mundial, son aquellos que en 1995 tenían una renta per cápita inferior a 765 dólares (bajos) y menor de 9.385 dólares (medios).

En *África al sur del Sahara* la IED superó en 400 millones a la recibida en 1995 hasta situarse, en 1996, en **2.600** millones de dólares. Angola, Camerún, Gabón y Nigeria fueron los principales países receptores de estos flujos en el área definida.

En *Oriente Medio y Norte de África* la IED ha aumentado, pero su porcentaje como parte total de los flujos privados ha disminuido. Nótese que, en 1991, la IED representaba un 82% de los flujos privados, pasando, en 1996, al 31,7% como resultado del incremento en el

Tabla : Flujos netos de capital privado hacia los países en desarrollo, por grupo de países, 1990-1996 (miles de millones de dólares)

<i>Grupo de países o país</i>	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996*
PAÍSES EN DESARROLLO	44,4	56,9	90,6	157,1	161,3	184,2	243,8
África al Sur del Sahara	0,3	0,8	-0,3	-0,5	5,2	9,1	11,8
Asia Oriental y el Pacífico	19,3	20,8	36,9	62,4	71,0	84,1	108,7
Asia Meridional	2,2	1,9	2,9	6,0	8,5	5,2	10,7
Europa y Asia Central	9,5	7,9	21,8	25,6	17,2	30,1	31,2
América Latina y el Caribe	12,5	22,9	28,7	59,8	53,6	54,3	74,3
Oriente Medio y Norte de África	0,6	2,2	0,5	3,9	5,8	1,4	6,9
Principales destinatarios							
China	8,1	7,5	21,3	39,6	44,4	44,3	52,0
México	8,2	12,0	9,2	21,2	20,7	13,1	28,1
Brasil	0,5	3,6	9,8	16,1	12,2	19,1	14,7
Malasia	1,8	4,2	6,0	11,3	8,9	11,9	16,0
Indonesia	3,2	3,4	4,6	1,1	7,7	11,6	17,9
Tailandia	4,5	5,0	4,3	6,8	4,8	9,1	13,3
Argentina	-0,2	2,9	4,2	13,8	,76	7,2	11,3
India	1,9	1,6	1,7	4,6	6,4	3,6	8,0
Federación de Rusia	5,6	0,2	10,8	3,1	0,3	1,1	3,6
Turquía	1,7	1,1	4,5	7,6	1,6	2,0	4,7
Chile	2,1	1,2	1,6	2,2	4,3	4,2	4,6
Hungría	-0,3	1,0	1,2	4,7	2,8	7,8	2,5
<i>% doce destinatarios principales</i>	83,6	76,8	87,4	84,1	75,4	73,3	72,5

Tabla 4. Flujos de capitales privados por países (1990-96)

Nota: Los flujos privados incluyen los préstamos de bancos comerciales garantizados por organismos de crédito a la exportación.

* Datos preliminares

Fuente: Sistema de Notificación de la deuda del Banco Mundial

financiamiento de deuda privada, llegando a un 58,2% del total. No obstante, en 1996 se produjo un incremento de los flujos de inversión del 19% hasta llegar a **2.200** millones de

dólares, de los cuales un 80% se dirigió a Egipto, Marruecos y Túnez, destacando, también, la cantidad orientada hacia Jordania y el Líbano.

Finalmente, en *Asia Meridional* se mantuvo la proporción de IED desde 1991 hasta 1996, siendo la India el país receptor de mayor inversión, con más de 2.000 millones de dólares, en 1996. Paquistán y Sri Lanka le siguieron a mucha distancia.

En definitiva, las áreas de **Asia Oriental y el Pacífico**, y **América Latina y el Caribe** fueron las que recibieron mayor densidad de flujos de IED, en 1996, destacando sobre todo países como **China, Argentina, Brasil y México**.

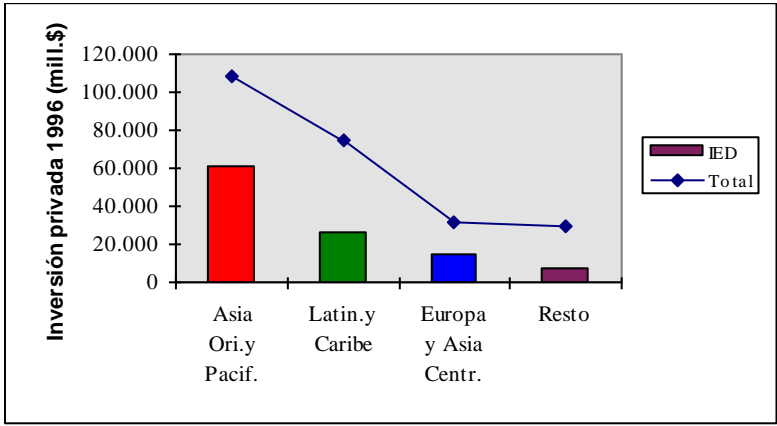


Gráfico 7: Flujos privados de IED y totales hacia las principales zonas emergentes

4. CONCLUSIONES

El estudio realizado hasta el momento nos permite llegar a las siguientes conclusiones:

- 1) En función de las fuentes utilizadas (FMI, Banco Mundial, OCDE, etc.), la información financiera consultada sobre flujos de inversión internacionales es muy dispar, no coincidiendo, generalmente, los criterios de clasificación utilizados por distintas entidades y organismos. Este hecho pone de relieve que para la realización de cualquier análisis o estudio sobre mercados internacionales debemos prestar especial atención a la veracidad de la fuente empleada.
- 2) El instrumento o vía de inversión utilizado en ME está en función del mayor o menor riesgo percibido de un determinado ME por parte del inversor medio, así como por su propia aversión al riesgo. De esta forma, los instrumentos más adecuados para el inversor, en la medida que pueden reducir el riesgo (tipo de cambio o iliquidez) y alcanzar altas rentabilidades en situaciones favorables son los fondos de inversión y los ADRs.
Desde el punto de vista de la empresa, los ADRs ayudan a la integración de empresas emergentes en mercados desarrollados, así como a su mayor difusión, crecimiento y mejora de su imagen.
Desde el punto de vista de los mercados financieros emergentes, dicho producto representa una fuente de desarrollo de los mismos, así como un medio para la atracción de inversión extranjera.
- 3) En los últimos años, el incremento en la variedad de instrumentos financieros ha contribuido al desarrollo de los mercados financieros emergentes (mayor dimensión, profundidad y liquidez), al acceso de empresas a una financiación más barata y menos compleja, y a la entrada de nuevo capital extranjero.
- 4) Los mercados derivados en los ME parten de un estado de desarrollo bajo, por lo que tienen un gran futuro y potencial de crecimiento, sobre todo si tenemos en cuenta las altas volatilidades alcanzadas en las últimas crisis. Además, ofrecen al inversor mayor seguridad y confianza a la hora de invertir en subyacentes del propio mercado, porque la cobertura puede producirse en el mercado local y/o en uno desarrollado.
- 5) La globalización de los mercados financieros internacionales, las reformas introducidas en los mercados financieros emergentes y la variedad de instrumentos financieros existentes han contribuido a que los recursos privados a largo plazo dirigidos hacia los ME se hayan constituido, en la actualidad, en la mayor parte de flujos orientados hacia estos países.
- 6) Por último, debemos concluir que como consecuencia de las últimas crisis acaecidas (efecto tequila, efecto samba, crisis asiática, crisis rusa), hay que seguir fomentando la entrada prudencial de capital estable de largo plazo, por medio de los instrumentos de

entrada existentes y por la ampliación de los mismos; asimismo, se debe regular y controlar la entrada de flujos de inversión a corto plazo y las inversiones de cartera.

5. BIBLIOGRAFÍA

BANCO MUNDIAL (1996): Global Development Finance. <http://www.worldbank.org>

BARRERO M. Y FERNÁNDEZ G. (1998): “No pierda de vista los fondos en mercados emergentes”, *Inversión*, nº 245, del 26 de junio al 2 julio de 1998, pág.8-12.

CHICAGO MERCANTIL EXCHANGE: <http://www.cme.com/>

COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (CEPAL) (1998):
“La inversión extranjera en América Latina y el Caribe. Informe 1997”.
<http://www.eclac.org/>

EXPANSIÓN (1998): “La euforia inversora en los mercados de EEUU impulsa la demanda de ADRs”, lunes, 22 de junio.

FONDOS WEB: <http://fondosweb.tsai.es/>

INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION-Banco Mundial- (1996): *Emerging Stock Markets Factbook*.

JIMÉNEZ J.L y JIMÉNEZ, F., (1996):”Una Alternativa a la Inversión: Los Mercados Emergentes”, *Finanzas & Contabilidad*, nº10, Marzo-Abril.

JIMÉNEZ F. y JIMÉNEZ, J.L.,(1996):”La Inversión Financiera en Mercados Emergentes”, *Análisis Financiero*, nº69, segundo cuatrimestre, págs. 36-47.

JIMÉNEZ F. y JIMÉNEZ, J.L. (1995):”Una Introducción a los Mercados Emergentes”.IX Congreso de la Asociación Española de Dirección y Economía de la Empresa (AEDEM), Toledo, mayo.

JIMÉNEZ CABALLERO, J.L. (1997): *Los Mercados Emergentes Mundiales: el Caso del Cono Sur*, Tesis Doctoral. Sevilla.

JIMÉNEZ NAHARRO, F. (1998): *Los Mercados Emergentes: el Caso de México*, Tesis Doctoral. Sevilla.

MANSELL, C. (1993): *Las Nuevas Finanzas en México*. Editorial Milenio. México, D.F.

MOBIUS, M. (1994): *Guía del Inversor en Mercados Emergentes*. Ediciones Folio, S.A. Barcelona.

NEWS ALERT: <http://www.newsalert.com/>

PRIMO GONZALEZ (1998): “Más de 20 fondos víctimas de la crisis asiática”, Cinco Días,
lunes 22 de junio, pág.50.

Real Decreto 671/992, de 2 de julio sobre régimen de las inversiones extranjeras en España.

TRUSNET (1998): <http://www.trustnet.co.uk/>