

CONTABILIDAD 99

TÍTULO: LA OPORTUNIDAD DE INVERSIÓN Y EL RIESGO SOPORTADO EN MERCADOS EMERGENTES

AUTOR: PROF. DR. JOSÉ LUIS JIMÉNEZ CABALLERO

DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA FINANCIERA Y DIRECCIÓN DE OPERACIONES

AVDA. RAMÓN Y CAJAL, 1

41018 SEVILLA

TF: +34 954 551652

FAX: +34 954 557570

e-mail: jjimenez@cica.es

UNIVERSIDAD DE SEVILLA

ESPAÑA

TEMA: Finanzas empresariales y del Estado (Riesgo financiero u Otros)

RESUMEN

El proceso de globalización que en las últimas décadas se está desarrollando en el ámbito económico mundial ha propiciado que los mercados financieros se constituyan en mercados cada vez más universales y abiertos, donde el inversor busca la mejor combinación rentabilidad-riesgo. En este sentido, el presente artículo ofrece una visión general de la oportunidad que representa la inversión en mercados emergentes, así como una descripción de los posibles riesgos a los que se ve sometido el inversor. Las elevadas inversiones realizadas por países como España en mercados Iberoamericanos reflejan el interés suscitado por esta rentable aunque arriesgada apuesta inversora.



LA OPORTUNIDAD DE INVERSIÓN Y EL RIESGO SOPORTADO EN MERCADOS EMERGENTES

1. INTRODUCCIÓN

Uno de los principales retos planteados por los mercados financieros en los últimos años es el de la globalización. Durante la década de los noventa la importancia de los mercados financieros internacionales ha aumentado más que proporcionalmente con respecto a los mercados nacionales, siendo dichos mercados, en este momento, piezas fundamentales para cualquier gestor financiero.

Esta creciente importancia viene propiciada, en gran medida, por la búsqueda de distintos caminos hacia una mayor rentabilidad y cobertura de riesgos en las diferentes carteras (nuevos productos derivados, mercados emergentes, etc.) como consecuencia de la elevada volatilidad por la que están pasando los mercados, desde el punto de vista del precio (cotización acciones, tipos de interés, etc.) y del tipo de cambio. De esta forma cobra mayor relevancia la diferenciación entre mercados financieros desarrollados y mercados financieros en vías de desarrollo o mercados emergentes (ME).

2. DEFINICIÓN DE MERCADO EMERGENTE

La expresión “mercado emergente” se empieza a utilizar a principios de la década de los 80 coincidiendo con el buen estado de las bolsas asiáticas, y un poco como contraposición a los llamados mercados “tradicionales” (Nueva York, Londres, Francfort).

Sin embargo, el término, por sí mismo, ofrece una serie de particularidades generadas por la evolución y crecimiento de estos mercados, que merece la pena entrar a comentar.

En principio, tendremos que definir qué área geográfica es considerada un "mercado" en el sentido "emergente", y, para ello, vamos a empezar delimitando qué se entiende por mercado.

El concepto de mercado, en un sentido amplio, según el profesor Castañeda, alude a un "conjunto de actos de compra y de venta de unos bienes económicos, determinados en un lugar y el

tiempo. Una pluralidad de sujetos, con el deseo de comprar y de vender ciertos bienes"; o también, según otros autores, "un conjunto de dispositivos mediante los cuales entran en contacto los compradores y vendedores de un bien para comercializarlo". De estas definiciones podemos deducir, por tanto, que la delimitación espacial de un mercado dependerá de la amplitud de relaciones económicas que sean pertinentes en un estudio determinado.

Es por ello, que si intentamos aplicar el concepto anterior a los mercados emergentes, podamos referirnos a una zona amplia de relaciones económicas considerando los mercados de similares características que pertenezcan a un mismo área geográfica (por ejemplo, podemos hablar de los mercados emergentes latinoamericanos o asiáticos). Sin embargo, si tenemos en cuenta las correlaciones existentes entre las rentabilidades de estos países, observaremos que tienen unos valores muy bajos, lo que indica que considerar como mercado una zona tan extensa nos llevaría a tratarlo como un todo homogéneo, y por ello, no estaríamos contemplando la heterogeneidad económica existente en estos países, circunstancia que los hace especialmente singulares. Ello hace que debamos tomar como célula fundamental de trabajo la unidad "país", considerando esa unidad como poseedora de las características definitorias propias que nos van a ayudar a identificar y diferenciar los mercados emergentes.

De esta forma, tenemos ya un concepto de mercado que puede servir como herramienta útil a la hora de efectuar una delimitación espacial en los mercados emergentes.

Si entramos, ahora, a considerar el calificativo de "**emergente**", podríamos empezar mostrando una acepción amplia del término. El adjetivo "emergente" hace alusión a algo que nace y tiene origen en un hecho anterior. Esta definición consigue crearnos la idea de que lo emergente está en evolución, viene de un estado anterior y va transformándose en un estado nuevo.

Según esto, y considerando que los países pasan por una serie de estados evolutivos, un país emergente sería "*aquél que partiendo de un estado de desarrollo bajo o medio, goza de un crecimiento económico rápido en el tiempo y se espera que lo siga haciendo, evolucionando progresivamente en sus estructuras básicas hasta llegar a un desarrollo que le permita la integración a nivel mundial*". Ciertos organismos como la Corporación Financiera Internacional (I.F.C.¹) perteneciente al Banco Mundial han definido estos mercados en función del grado de cumplimiento de una serie de indicadores económicos.

¹ *Internacional Finance Corporation*

Aunque no existe una definición universalmente aceptada de mercado emergente, sí se observan una serie de características que son comunes a todos ellos.

En primer lugar, se caracterizan por tener un alto grado potencial para conseguir un rápido crecimiento económico.

Por otra parte, las autoridades de estos países van poniendo en marcha programas de liberalización económica que provocan una apertura hacia el exterior y por tanto inciden en una entrada de capitales extranjeros.

Se intenta, también, crear un entorno político estable que contribuya a la implantación de las medidas propuestas anteriormente, y por consiguiente, instituya un marco adecuado para conseguir el desarrollo económico.

En cuanto a sus mercados de valores, tienen unas rentabilidades y riesgos a largo plazo que superan a los que se dan en países desarrollados.

3. PRINCIPALES MERCADOS MERGENTES

Para hacer un estudio de los principales mercados emergentes vamos a seguir la clasificación establecida en la base de datos EMBD². En ella se contienen los siguientes veinte países que serán actualizados cada año en función del cumplimiento de una serie de requisitos: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Grecia, India, Indonesia, Jordania, Corea, Malasia, México, Nigeria, Paquistán, Filipinas, Portugal, Taiwan, Tailandia, Turquía, Venezuela y Zimbabwe. Normalmente, suelen corresponder a bolsas activas no demasiado grandes o accesibles para ser incluidas en un índice de países desarrollados³. Sin embargo, algunas de las bolsas de los mercados emergentes presentan una alta capitalización, que puede equipararse a la de determinados países desarrollados.

²*Emerging Market Database* es una base de datos elaborada por la Corporación Financiera Internacional (IFC).

³Este índice, elaborado por Morgan & Stanley, estaría compuesto por EAFE (Europa, Australia, países desarrollados del Lejano Oriente), además de los mercados de Estados Unidos y Canadá.



Figura 1: PRINCIPALES PAÍSES EMERGENTES

IFC ha construido sus propios índices para cada mercado, los cuales normalmente incluyen entre un 10% y 20% de los valores que tienen una mayor negociación y capitalización en los mismos; a su vez también contienen los valores más representativos de la estructura industrial del país. Al igual que la mayoría de los índices de los países desarrollados, los índices de IFC están compuestos por los valores estrella (*blue chips*) de cada mercado.

Por otra parte, la evolución presentada por los mercados desarrollados es recogida por el índice *Morgan Stanley Capital International* (MSCI). Este índice global⁴ está compuesto por los valores con mayor capitalización de Europa, de Estados Unidos y Japón. Determinados estudios han comprobado que el índice MSCI tiene una alta correlación con el New York Stock Exchange Index o con el Nikkei 255. Sin embargo, presenta una escasa correlación con los mercados emergentes.

4. ¿POR QUÉ INTERESA INVERTIR EN MERCADOS EMERGENTES?

Los mayores beneficios obtenidos por los ME en comparación con los desarrollados, les hace especialmente atractivos para la inversión. Por ejemplo, en 1993 Polonia presentaba una rentabilidad media anual del 739,6 por ciento, mientras que en los mercados desarrollados se

⁴Contiene trece índices por países: Reino Unido, Francia, Alemania, Italia, Noruega, Bélgica, Dinamarca, Suiza, Holanda, España, Suecia, Austria y Finlandia.

alcanzaban unas rentabilidades anuales medias del 16 por ciento. En el análisis de una muestra de 18 mercados emergentes y ocho desarrollados, entre comienzos de 1990 y fines de 1997, realizada por el profesor Estrada, los ME generaron, en moneda local, una rentabilidad anual promedio del 113 por ciento, estando situada en el 8 por ciento para los MD. Asimismo, la rentabilidad anual promedio de los ME, medida en dólares, fue cuatro veces superior a la de los MD y, por tanto, también favorable a los primeros.

El motivo, de estos mayores beneficios comparativos, se debe a dos razones, fundamentalmente:

1.- Las economías de los mercados emergentes crecen más rápido que las de los desarrollados. El crecimiento vendrá estimulado por factores tales como el rigor que estos países aplican al establecimiento de unos niveles mínimos de gasto público, al control de la inflación, a los tipos de cambio, etc., y que favorecen un incremento de la inversión privada y de la demanda interna global. También hay que considerar que estos países suelen partir de unas economías muy intervenidas, y ahora, sin embargo se está produciendo un fenómeno de reducción de las funciones del Estado mediante la proliferación de privatizaciones, la suavización de los controles sobre los flujos de capital y la liberalización del comercio tanto interior como exterior.

Se está intentando mejorar la infraestructura financiera tendiéndose a la simplificación de los procedimientos de cotización de las empresas en bolsa, reducción de los costes de transacción mediante la introducción de normas más acordes al entorno e introducción de la informática en las operaciones del mercado de valores. También, los gobiernos se han esforzado en ofrecer una amplia variedad de productos financieros en diferentes sectores económicos.

En cuanto a la estructura reglamentaria se flexibiliza la reglamentación y controles sobre los sistemas financieros. Se intenta crear un sistema tributario y contable que se enmarque en este proceso aperturista.

Por lo tanto, esta situación crea enormes expectativas de inversión. Sin embargo, para que estas expectativas se materialicen, los distintos mercados deben ir eliminando un conjunto de barreras que podrían anular todos nuestros sueños de altos beneficios (política fiscal restrictivas, restricciones a la repatriación de capitales y beneficios, etc.).

2.- Relacionado con lo anterior, sus mercados de valores se expanden con rapidez, con lo cual, el inversor encuentra mayores niveles de liquidez y por lo tanto, más seguridad. Todo este proceso se va acelerando a medida que la integración en los mercados financieros internacionales se afianza cada vez más. Como ejemplo de este fenómeno, se advierte en el estudio comentado más arriba que entre 1990 y 1997, la capitalización en dólares de los mercados bursátiles emergentes creció a una tasa anual del 52 por ciento, cuando la de los desarrollados había sido tan sólo del 10 por ciento.

Otro factor que ha incidido en las altas rentabilidades medias mostradas por estas economías se refiere a los bajos tipos de interés ofrecidos en economías desarrolladas, como en EE.UU., que provocaron una afluencia de capitales a zonas como Latinoamérica, donde existía un alto diferencial con los tipos de interés anteriores. Aunque estos movimientos son, en general especulativos y a corto plazo, se imponen restricciones tendentes a estabilizar la inversión a largo.

Sin embargo, ante este panorama tan alentador hay que estudiar, con sumo cuidado, las distintas alternativas de inversión y el lugar de colocación de las mismas. De no ser así, las altas rentabilidades ofrecidas por dichos mercados podrían desaparecer, debido a los elevados riesgos que ellos conllevan. Por lo tanto, es fundamental definir nuestras estrategias de inversión (rentabilidad-riesgo), sin olvidar el grado de riesgo que puede entrañar invertir en mercados emergentes.

5. ¿ QUÉ RIESGOS COMPORTA LA INVERSIÓN EN ESTOS MERCADOS?

El riesgo soportado por un mercado emergente es consecuencia de los factores internos que intervienen en sus variables económicas. A pesar de que existe un esfuerzo considerable por mejorar tales factores, las fluctuaciones presentadas por los mismos son superiores a las mostradas por los países desarrollados. Como consecuencia, los niveles de riesgo en los mercados emergentes (ME) son superiores a los ofrecidos en mercados desarrollados (MD) y, por ello, las rentabilidades requeridas por los inversores habrán de ser más elevadas que las mostradas por los países desarrollados. Este nivel de riesgo puede comprobarse en el trabajo del profesor Estrada, donde la desviación estándar promedio observada para los ME, entre 1994 y 1997, fue del 35,2 por ciento anual, superior al 20,2 por ciento de los MD.

Fijémonos, entonces, en los factores internos que provocan este alto nivel de volatilidad.

En primer lugar, la inestabilidad política suele dejar expectante al inversor ante la situación futura y contribuye a su retirada del mercado hasta un mejor momento.

También, contribuye al alejamiento de los inversores extranjeros, la incoherencia entre políticas económicas, como la fiscal y la monetaria, provocando inestabilidad económica, altos niveles de inflación, sobrevaloración de los tipos de cambio y devaluaciones sistemáticas de sus monedas.

Se establecen una serie de barreras directas como regulaciones impositivas discriminatorias, restricciones a los inversores extranjeros sobre valores nacionales, o restricciones a la hora de repatriar capital y dividendos; e indirectas, como la dificultad para obtener información sobre valores (la que existe suele ser privilegiada), hecho que provocará que existan títulos infravalorados que ofrezcan altos rendimientos. La eliminación de estas barreras consigue elevar los precios de los títulos y, por tanto, aumentar el ratio PER⁵, consiguiendo, así, incrementar la eficiencia del mercado y disminuir el riesgo.

La falta de liquidez, consecuencia de la escasa capitalización bursátil, y la poca variedad de instrumentos financieros van a frenar la entrada de inversores institucionales internacionales en estas economías. Al mismo tiempo, los mercados emergentes existentes suelen ser muy concentrados y, por tanto, estrechos con lo cual se dificulta la capacidad de eliminación del riesgo al intentar diversificar una cartera de valores dentro del mercado.

Por otra parte, los sectores económicos de los ME están peor integrados que los correspondientes a los MD. Además, un hecho relevante para comprender el elevado riesgo sistemático que afecta a estas economías se refiere a la homogeneidad existente dentro de las mismas. Si vemos de forma general las correlaciones medias de las rentabilidades mensuales de los títulos de un mismo mercado, observamos que los ME ofrecen correlaciones más altas que los MD., hecho que nos lleva a la conclusión de que existen grandes fuerzas en el mercado que afectan a todos los valores en conjunto.

Por último, existe una correlación positiva entre la rentabilidad explicada por el factor país y la volatilidad del mercado, lo que unido a las bajas correlaciones entre los ME (implica que estos mercados se mueven independientemente en cuanto al comportamiento de sus

⁵*Price Earning Ratio*, relación entre la cotización de un título y su beneficio.

rentabilidades y riesgos), trae como consecuencia, que estar en el mercado adecuado en el momento oportuno es más importante que la habilidad de un gestor de carteras para escoger buenos valores, lo que lleva a la consideración de que el aspecto de mayor relevancia en los mercados emergentes, a la hora de invertir en ellos, se refiere al factor país.

Sin embargo, hay que considerar una circunstancia muy favorable para el inversor global: la baja correlación entre los mercados emergentes y los desarrollados, hecho que origina que exista una oportunidad para la diversificación. Si construimos una cartera que contenga títulos de todos los mercados emergentes, veremos que poseerá una volatilidad inferior a la de la mayoría de los mercados considerados individualmente, por lo cual se reduce el riesgo y se incrementa la rentabilidad.

En definitiva, por todo lo expuesto, la ventaja comparativa de los países emergentes podría diluirse cuando sus economías se encuentren plenamente desarrolladas y, por ello, las rentabilidades y riesgos ofrecidos fueran similares a las de los países maduros.

RIESGOS

- Volatilidad superior a los mercados desarrollados.
- Inestabilidad política.
- Inestabilidad económica.
- Barreras directas e indirectas a la inversión.
- Falta liquidez bursátil.
- Mercado de valores estrecho.
- Homogeneidad económica interna.
- Gran fuerza del efecto país.

6. CONSIDERACIONES FINALES

A lo largo del presente artículo hemos destacado la oportunidad que presenta la inversión en mercados emergentes en comparación con la realizada en los desarrollados. Para lograr esa ventaja, es necesario observar un conjunto de medidas basadas en la racionalidad y prudencia del inversor. Nosotros proponemos en esencia:

1. Analizar detenidamente las condiciones generales y particulares del mercado o mercados emergentes en que estemos interesados.

2. Elegir el instrumento de inversión más adecuado a nuestro perfil inversor (fondos de inversión, ADR, acciones, inversión directa o indirecta, ect.).
3. Diversificar nuestra inversión entre mercados no correlacionados.
4. Realizar una inversión a largo plazo.

Esta estrategia de actuación es seguida por sociedades españolas como el Banco Santander Central Hispano, el Banco Bilbao Vizcaya, Endesa, Repsol y Telefónica, cuya inversión global se dirige fundamentalmente a Iberoamérica. Creemos que ello puede además traer efectos beneficiosos a estas zonas como son una mayor competitividad, calidad y eficiencia en los servicios ofrecidos.

BIBLIOGRAFÍA

AGTMAEL, A. y ERRUNZA, V.: "Foreign Portfolio Investment in Emerging Securities Markets", *Columbia Journal of World Business*, verano 1982.

B.DIVECHA, A.; DRACH, J. y STEFEK, D.: "Emerging Markets: a Quantitative Perspective", *The Journal of Portfolio Management*, otoño 1992, págs. 41-50.

BARCIELA, F.: "Despegan los mercados emergentes", *El País*, suplemento negocios, 11 de septiembre de 1994, pág.32.

BROWN, R.: "Risk and Return in the Emerging Markets", *Investing*, primavera 1991.

CASTAÑEDA, J.: *Lecciones de Teoría Económica*. Ediciones Aguilar. Madrid, 1982.

ERRUNZA, V. R.: "Emerging Markets: a New Opportunity for Improving Global Portfolio Performance", *Financial Analysts Journal*, septiembre-octubre 1993, págs. 51-58.

—: "Emerging Markets: Some New Concepts", *The Journal of Portfolio Management*, primavera 1992, pags. 82-87.

ERRUNZA, VIHANG R. Y E.LOSQ: "How Risky are Emerging Markets?. Myths and Perceptions versus Theory and Evidence", *Journal of Portfolio Management*, otoño 1987, págs. 62-67.

ERRUNZA, VIHANG R. Y P.PADMANABHAN: "On Benefits of Portfolio Investments in Emerging Markets", *Financial Analysts Journal*, julio-agosto 1988, págs. 76-78.

ESTRADA, J.: "Invertir en Mercados Emergentes", *Iniciativa emprendedora y familiar*, 1998, págs.35-40.

- HARVEY, R.C.: "Portfolio Enhancement Using Emerging Markets and Conditioning Information" en S. Claessens y S.Gooptn (eds.), *Portfolio Investment in Developing Countries*, World Bank Discussion Paper Series, 1993.
- : "Predictable Risk and Returns in Emerging Markets", Working Papers, Duke University, Durham, NC, 1993.
- HIJAZO, J.M.: "Países emergentes: una oportunidad para inversores osados", *Expansión*, 27 de junio de 1994.
- HOWELL, M. S.: "Investing in Emerging Markets", Euromoney Books, 1994.
- INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION (Banco Mundial): *Emerging Stock Markets Factbook 1995*.
- LESSARD, D.: "International Portfolio Diversification: a Multivariate Analysis for a Group of Latin American Countries", *Journal of Finance*, junio 1973, págs.619-633.
- MEDINA, V.: "Los mercados emergentes, aún con buen pulso", *El País*, suplemento negocios, 4 de septiembre de 1994, pág. 38.
- MOBIUS, M.: *Guía del Inversor en Mercados Emergentes*. Ediciones Folio, S.A. Barcelona, 1994.
- PAPAIOANNOU, M.G. y DUKE, L.K.: "Internacionalización de los mercados de valores incipientes", *Finanzas y Desarrollo*, septiembre 1993, págs. 36-39.
- SABALLS, M.: "Los mercados emergentes se enfrentan a México", *Actualidad Económica*, 24 de enero de 1994, págs. 24-26.
- : "Los analistas recuperan la confianza en los mercados emergentes", *Expansión*, 12 de septiembre de 1994.
- SEBASTIAN, A.: "Cómo invertir en las bolsas más rentables del mundo", *Expansión*, fin de semana, 19 de febrero de 1994.
- S.SPEIDELL, L. y SAPPENFIELD, R.: "Global Diversification in a Shrinking World", *The Journal of Portfolio Management*, otoño 1992, págs. 57-67.
- STONE, D.: "The Emerging Markets and Strategic Asset Allocation", working paper, Frank Russell Co., Tacoma, WA, 1990.
- THE ECONOMIST*: "El mercado de deuda emergente teme una posible subida de los tipos en EE.UU.", *Expansión*, 14 de marzo de 1994, pág.30.

W.WILCOX, J.: “Global Investing in Emerging Markets”, *Financial Analysts Journal*, enero-febrero 1992, págs. 15-19.

—: “Taming Frontier Markets”, *The Journal of Portfolio Management*, otoño 1992, págs. 51-56.