

UNA INTRODUCCION A LOS MERCADOS EMERGENTES

José Luis Jiménez Caballero

Félix Jiménez Naharro

Profesores del Departamento de Economía Financiera

y Dirección de Operaciones

Universidad de Sevilla

1.-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, Frankfurt). 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 "aquel que partiendo de un estado de desarrollo bajo o medio (países en vías de desarrollo o economías en transición), goza de un crecimiento económico 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".

2.-PRINCIPALES MERCADOS EMERGENTES

Para hacer un estudio de los principales mercados emergentes vamos a seguir la clasificación establecida en la base de datos EMBD¹. En ella se contienen los siguientes veinte países: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Grecia, India, Indonesia, Jordania, Corea, Malasia, Méjico, Nigeria, Paquistán, Filipinas, Portugal, Taiwan, Tailandia, Turquía, Venezuela y Zimbabwe.

¹Emerging Market Database es una base de datos elaborada por International Finance Corporation (IFC), organismo perteneciente al Banco Mundial.

Normalmente, suelen corresponder a bolsas activas no demasiado grandes o accesibles para ser incluidas en un índice de países desarrollados². Sin embargo, algunas de las bolsas de los mercados emergentes presentan una alta capitalización.

La 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 la 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 global³ 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.

3. VENTAJAS E INCONVENIENTES DE UN MERCADO EMERGENTE

²Este 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.

³Contiene trece índices por países: Reino Unido, Francia, Alemania, Italia, Noruega, Bélgica, Dinamarca, Suiza, Holanda, España, Suecia, Austria y Finlandia.

Los flujos de capital que se dirigen hacia un mercado emergente pueden ser de tres tipos: préstamos externos a corto, medio o largo plazo, inversión en cartera, y finalmente inversión extranjera directa. A principios de los años 80, hasta que se produjo la crisis de la deuda, la mayor parte de los flujos derivados del exterior procedían de préstamos bancarios, los cuales en la década de los 90 sufren un descenso.

Todo esto ha provocado que en los últimos años se observe un incremento en el volumen de flujos de inversión hacia los países con economías emergentes en forma de inversión en cartera, bien a través de la inversión en deuda, acciones, fondos de inversión, ADR's y GDR's⁴, o en forma de inversión directa.

¿Pero a qué es debido que se haya producido este enorme interés por estos mercados?.

Vamos a intentar responder, de manera que lleguemos a desvelar los beneficios y riesgos que entrañan los mercados emergentes.

Lo primero que llama la atención cuando miramos hacia un mercado emergente es la elevada rentabilidad media anual que ofrecen con respecto a los mercados desarrollados.

El hecho de que estas economías tengan unas previsiones de crecimiento muy elevadas en comparación a los países desarrollados

⁴Los "American Depositary Receipts" y "Global Depositary Receipts" son unos instrumentos negociables basados en acciones (procedentes de mercados exteriores) públicamente negociados en los mercados estadounidenses y mundiales, respectivamente.

origina que se generen altos rendimientos. El crecimiento vendrá estimulado por factores 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.

Otro factor que ha incidido en las altas rentabilidades medias mostradas por estas economías se refiere a los bajos tipos

de interés a corto plazo que se ofrecían 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.

Mostremos una evidencia más. Existe una elevada autocorrelación de las rentabilidades observadas en los mercados emergentes en el período 1977-91, lo que sugiere que los precios históricos contienen información relevante sobre las rentabilidades futuras, y por ello, cabe esperar que sigan siendo superiores a las observadas en países desarrollados.

Debido a que los factores citados no están definitivamente consolidados en estas economías, llegarán a presentar mayores fluctuaciones cíclicas que en los países desarrollados, lo que implica soportar un riesgo mayor, y por tanto, que el porcentaje de beneficio exigido por el inversor sea superior. Por ello, las rentabilidades requeridas han de ser más elevadas que en los países desarrollados.

Por otro lado, hay que considerar que estos países tienen unos niveles de riesgo muy superiores a los países desarrollados.

Esto viene provocado por factores como la inestabilidad política; las barreras directas a la inversión como regulaciones impositivas discriminatorias, restricciones a los inversores

extranjeros sobre valores nacionales, o restricciones a la hora de repatriar capital y dividendos; barreras 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.

Por otra parte, los mercados emergentes existentes suelen ser muy concentrados y, por tanto, estrechos, lo que significa que los valores de las empresas de mayor tamaño tienen una alta tasa de capitalización y las mismas existen en muy reducido número. Esto dificulta la capacidad de eliminación del riesgo, al intentar diversificar una cartera de valores. Al mismo tiempo, existen grandes fuerzas en el mercado que afectan a todos los valores en conjunto, lo que lleva a que cuando se mueva el mercado, arrastre a todos los valores con él. Por ello, la tendencia del mercado será seguida por todos los títulos, lo cual es fuente de alto riesgo.

El factor de mayor fuerza en los mercados emergentes, a la hora de invertir, se refiere, en definitiva, al factor país, debido a las bajas correlaciones entre los mercados emergentes y desarrollados y a la homogeneidad existente dentro de sus economías. Al existir una correlación entre la varianza de las

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

rentabilidades de un título y la volatilidad del mercado, las rentabilidades de los títulos se moverán con este. Por ello, desde el punto de vista del inversor global, este fenómeno de homogeneidad implica que estar en el mercado adecuado, en el momento adecuado es más importante que la habilidad de un gestor de carteras para escoger buenos valores en el mercado. En conclusión, si elegimos ser inversores globales, podremos tener buenas ganancias si tenemos la capacidad de evaluar convenientemente los intangibles de un país de rápido progreso.

Por último, la falta de liquidez y la poca variedad de instrumentos financieros frenan la entrada de inversores institucionales internacionales en estas economías.

Hasta ahora hemos visto que los mercados emergentes poseen unas rentabilidades y riesgos que son superiores al resto de los países desarrollados, existiendo una correlación positiva entre ambos. Esto, en principio, puede retraer a los inversores menos arriesgados de invertir en estos mercados. Sin embargo, tenemos que considerar que los mercados emergentes no están correlacionados unos con otros y con los mercados desarrollados, esto es, se mueven independientemente en cuanto al comportamiento de sus rentabilidades y riesgos.

La circunstancia de que los mercados emergentes tengan bajas correlaciones con los mercados desarrollados implica que hay una

oportunidad para la diversificación y se puede reducir el riesgo para modestas inversiones.

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 individualmente. Esto significa que la inclusión en una cartera, de un inversor global, de una adecuada pequeña cantidad de títulos de varios países emergentes debería reducir el riesgo e incrementar la rentabilidad. La diversificación en los mercados emergentes cobra mayor importancia si tenemos en cuenta que en los países desarrollados se está produciendo el llamado "riesgo de correlación", es decir, el riesgo de que una cartera de títulos de estos países, que aparece diversificada, no lo sea en el futuro, porque sus activos comiencen a moverse uniformemente.

En definitiva, por todo lo expuesto, encontramos que los países emergentes poseen una ventaja comparativa de 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.

BIBLIOGRAFÍA:

- B.DIVECHA, ARJUN; DRACH, JAIME Y STEFEK, DAN: "Emerging Markets: A Quantitative perspective", The Journal of Portfolio Management, otoño 1992, pags. 41-50.
- CASTAÑEDA, JOSÉ : "Lecciones de Teoría Económica", Aguilar.
- ERRUNZA, VIHANG R.: "Emerging Markets: Some New Concepts", The Journal of Portfolio Management, primavera 1992, pags. 82-87.
- HIJAZO, J.M.: "Países emergentes: una oportunidad para inversores osados", diario Expansión, 27-6-94.
- HOWELL, MIKE S.: "Investing in Emerging Markets", Euromoney Books, 1994.

- PAPAIOANNOU, MICHAEL G. Y DUKE, LAWRENCE K.: "Internacionalización de los Mercados de Valores Incipientes", Finanzas y Desarrollo, septiembre 1993, pags. 36-39.
- SABALLS, MARTÍ: "Los mercados emergentes se enfrentan a México", revista Actualidad Económica, pags. 24-26, 24-1-94.
- SABALLS, MARTÍ: "Los analistas recuperan la confianza en los mercados emergentes", diario Expansión, 12-9-94.
- SEBASTIAN, ALTINA: "Cómo invertir en las bolsas más rentables del mundo", diario Expansión, 19-2-94.
- S.SPEIDELL, LAWRENCE Y SAPPENFIELD, ROSS: "Global diversification in a shrinking world", The Journal of Portfolio Management, otoño 1992, pags. 57-67.
- W.WILCOX, JARROD: "Taming Frontier Markets", The Journal of Portfolio Management, otoño 1992, pags. 51-56.

UNA INTRODUCCION A LOS MERCADOS EMERGENTES

José Luis Jiménez Caballero

Félix Jiménez Naharro

Profesores del Departamento de Economía Financiera

y Dirección de Operaciones

Universidad de Sevilla

ESPAÑA

RESUMEN

El siguiente estudio ofrece una introducción al concepto de los mercados emergentes, reflejando los principales países integrantes de éstos, así como una visión general de los beneficios y riesgos más relevantes que pueden ofrecer al inversor.