



# La *ola* que se viene

**Los inversionistas privados de economías de mercados emergentes vuelcan cada vez más fondos en activos externos**

G. Andrew Karolyi, David T. Ng y Eswar S. Prasad

**A** MEDIDA que las economías de mercados emergentes adquieren importancia como participantes en la economía mundial, aumenta su cuota de flujos transfronterizos de activos financieros. Gracias a la solidez de sus perspectivas de crecimiento, las economías de mercados emergentes han atraído inversionistas extranjeros en búsqueda de mayores rendimientos, especialmente en un momento de tasas de interés muy bajas en las economías avanzadas. Y los flujos se mueven también en la dirección opuesta: los gobiernos de las economías de mercados emergentes han acumulado reservas de divisas invirtiendo mucho en economías avanzadas.

En los últimos tiempos, otro fenómeno ha ido cobrando impulso: las salidas de capital privado de economías emergentes, cuyos inversionistas buscan oportunidades en el exterior.

Al comprender mejor el volumen y los patrones de las diversas salidas —soberanas y privadas— y analizar los factores que influyen en ellas, será más fácil conocer la evolución probable de los flujos internacionales de capital a medida que las economías de mercados emergentes se integren más a los mercados financieros internacionales. Examinamos los tipos de salidas de capital de mercados emergentes y describimos algunos resultados preliminares de los estudios que estamos realizando, que muestran que la dirección de la inversión de cartera saliente —relativamente pequeña hoy, pero con gran potencial de expansión— está sumamente influenciada por la proximidad y la familiaridad.

## Exportación de capital

Con China a la cabeza, los mercados emergentes añadieron unos US\$6 billones a sus reservas de divisas entre 2000 y 2012; casi la mitad se invirtió en títulos emitidos por las economías con las principales monedas de reserva, sobre todo Estados

Unidos. Es probable que estas economías de mercados emergentes acumulen reservas de divisas a un ritmo mucho más lento en los próximos años porque la mayoría ha acumulado suficientes reservas externas como para amortiguar cualquier volatilidad futura de los flujos de capital.

A medida que se modere la acumulación de reservas, prevemos una rápida expansión de las salidas de capital privado de estas economías. De hecho, esas salidas están equiparando el aumento de la acumulación de reservas oficiales (véase el gráfico 1). China también es, obviamente, un importante impulsor de estos flujos privados. Pero si se considera el grupo de las economías emergentes excluyendo China, las salidas de capital privado son superiores a los niveles que representan una acumulación de reservas (véase el gráfico 2).

Hay muchas razones para prever que las salidas de capital privado aumentarán. A medida que los hogares de las economías de mercados emergentes se enriquezcan y alcancen niveles superiores de ahorro, buscarán oportunidades en el extranjero para diversificar sus carteras. Los inversionistas institucionales, como los fondos comunes de inversión y los fondos de pensiones, ya se están transformando en importantes conductos para estas salidas. Es probable que las empresas y las instituciones financieras también continúen buscando oportunidades de inversión en el extranjero a medida que amplíen sus bases de operación a escala internacional y se adentren en mercados externos.

## Cambios en China

La evolución de la estructura de los flujos de capital de China —la segunda economía más grande del mundo— ilustra bien estas tendencias. China ha sido un gran exportador neto de capital al resto del mundo durante la última década. Registra un

superávit comercial y un superávit en la cuenta de capital, que refleja las entradas de capital privado. Durante este período, China ha alcanzado un superávit global en la cuenta corriente, lo cual indica que, en términos netos, exporta capital al resto del mundo. Estas exportaciones de capital han adoptado mayormente la forma de acumulación de reservas en divisas por parte del banco central; la gestión de las reservas está en manos de la Administración Estatal de Divisas (AED). Esta acumulación es resultado de la intervención del banco central en el mercado de cambios, mediante la compra de dólares para limitar la apreciación de la moneda china —el renminbi— y evitar la pérdida de competitividad de la exportación. China invierte una parte significativa de esos dólares en títulos extranjeros, como letras y bonos del Tesoro de Estados Unidos. Las tenencias oficiales chinas de títulos del Tesoro de Estados Unidos ascendían a US\$1,26 billones en enero de 2013, según datos del Tesoro.

Dadas las presiones a las que se encuentra sujeta la moneda y la preocupación de que las entradas de capital puedan alimentar la inflación y fuertes alzas de los precios de los activos, China ha sido cautelosa a la hora de permitir la entrada de capital extranjero. Los inversionistas extranjeros no pueden realizar grandes inversiones en el mercado accionario chino, aunque se han abierto algunos canales, como la gran ampliación de los cupos del régimen de inversionista institucional extranjero calificado (IIEC). El grueso de las entradas en China han adoptado la forma de inversión extranjera directa (IED), que implica una participación que otorga control de una empresa. Las entradas brutas de IED en China han promediado US\$260.000 millones al año en 2010–12, según datos del FMI (estas cifras coinciden con los datos de la AED, pero el Ministerio de Comercio chino indica entradas de apenas US\$110.000 millones al año en ese período).

Sin embargo, lo más interesante es que las salidas de capital privado de China han aumentado significativamente en los últimos años. China mantenía un control estricto de las salidas, pero

lo ha relajado con el correr del tiempo. Entre 2004 y 2012, las salidas de IED de China pasaron de básicamente cero a más de US\$100.000 millones, según datos del FMI (los datos de la AED muestran salidas más bajas, de US\$62.000 millones, en 2012; el Ministerio de Comercio no declara datos sobre las salidas).

De hecho, China ha estado alentando no solo a las empresas sino también a los inversionistas institucionales a invertir en el extranjero. En 2006, creó incluso el régimen de inversionista institucional nacional calificado, paralelo al programa de IIEC, para aprobar las inversiones en el extranjero hasta determinados límites. Como consecuencia de esas medidas, otras formas de salidas han alcanzado rápidamente los niveles de las salidas oficiales destinadas a reservas de monedas (véase el gráfico 3). Los datos preliminares de 2012 muestran que la acumulación de reservas disminuyó drásticamente.

Ante esta situación, inquieta la posibilidad de que el aumento de las salidas de capital refleje la preocupación de los inversionistas nacionales en torno a las perspectivas de China. En realidad, estas salidas pueden ser simplemente reflejo de la maduración de una economía que está permitiendo que el capital salga (y entre) con más libertad. A medida que China se enriquezca y sus mercados financieros se desarrollen para brindar a los inversionistas más oportunidades de diversificación de las carteras, es probable que las salidas privadas vuelvan a aumentar.

### La composición cambiante de las salidas de capital

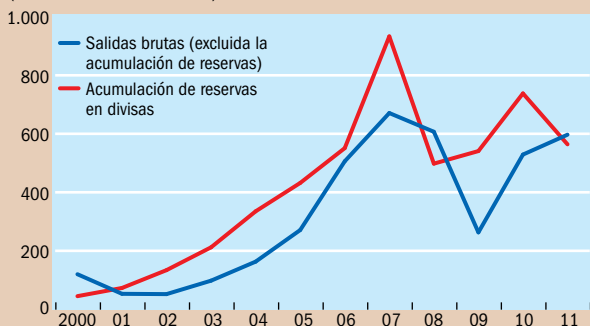
La composición de las salidas de capital privado de una economía de mercado emergente está determinada por los controles de capital impuestos por las autoridades y el nivel de desarrollo del mercado financiero. El temor de que una escalada de las salidas de capital pueda desestabilizar los sistemas financieros nacionales ha llevado a muchas de estas economías a restringir las salidas de capital privado, aunque algunas están cada vez más dispuestas a permitir a las empresas invertir en el extranjero. Las fusiones y las adquisiciones por parte de economías

Gráfico 1

#### A la cabeza

Las salidas de capital privado de los mercados emergentes hoy superan las salidas de fondos públicos destinadas a la acumulación de reservas en divisas.

(miles de millones de dólares)



Fuente: FMI, *Balance of Payments Statistics*.

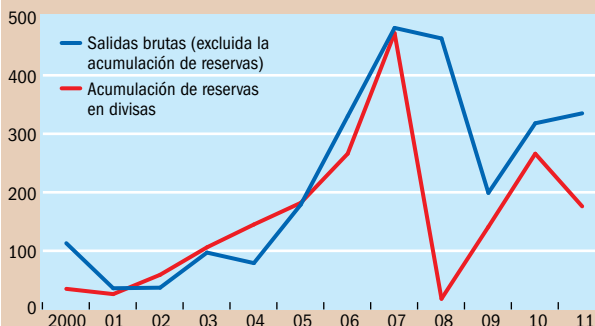
Nota: La línea roja muestra la evolución de las reservas en divisas mantenidas por los mercados emergentes entre el final de un año y el final del siguiente.

Gráfico 2

#### Las salidas cambian

Si se excluye China, las salidas de capital privado de los mercados emergentes superan la acumulación de reservas en divisas en más de US\$100.000 millones.

(miles de millones de dólares)



Fuente: FMI, *Balance of Payments Statistics*.

Nota: La línea roja muestra la evolución de las reservas en divisas mantenidas por los mercados emergentes entre el final de un año y el final del siguiente.

de mercados emergentes han aumentado drásticamente en los últimos años. Son numerosos los factores que impulsan estas actividades; uno de ellos es, para las empresas de mercados emergentes, el deseo de diversificar las bases de producción e incrementar la penetración en otros mercados. La compra de empresas extranjeras puede ayudarlas también a adquirir tecnología que las empresas nacionales pueden emplear luego para modernizar su capacidad de producción. Se ha registrado un aumento notable de salidas de IED de estas economías desde mediados de la década pasada (véase el gráfico 4).

El desarrollo limitado del mercado financiero de las economías de mercados emergentes constituye una limitación importante para la inversión transfronteriza de cartera de los hogares. China e India, por ejemplo, ahora permiten a particulares invertir una suma elevada en el extranjero todos los años (US\$50.000 y US\$200.000, respectivamente), pero como los mercados financieros de estos países están subdesarrollados, el grueso de los hogares no tiene fácil acceso a vehículos como fondos comunes de inversión para comprar bonos o títulos extranjeros. El rápido desarrollo de los mercados financieros en estos países probablemente cree canales para salidas de inversión de cartera.

¿Qué llevaría a los inversionistas de los mercados emergentes a invertir en el extranjero cuando sus economías están creciendo mucho más rápido que las economías avanzadas? En teoría, las inversiones internacionales brindan a los inversionistas minoristas de las economías de mercados emergentes una oportunidad para diversificar el riesgo de sus carteras. Además, en algunos de estos países, los sistemas financieros aún están dominados por bancos, que tradicionalmente pagan intereses relativamente bajos por los depósitos en cuentas de ahorro (sobre todo teniendo en cuenta la inflación). Los mercados bursátiles de algunas economías emergentes son aún relativamente pequeños y menos líquidos que los de las economías avanzadas, y las valoraciones suelen ser muy volátiles. Todos estos factores llevan a los inversionistas institucionales —fondos de pensiones, fondos comunes de inversión, compañías de seguro— a invertir en el extranjero, e influyen en los flujos de inversión en carteras de acciones.

## Flujos de inversión en carteras de acciones

Gracias a su gran potencial de crecimiento y a la rápida apertura de sus mercados de acciones a los inversionistas internacionales, las economías de mercados emergentes han pasado a ser destinos importantes de flujos de inversión en carteras de acciones internacionales (provenientes incluso de otros mercados emergentes). Por ejemplo, en 2000, las economías de mercados emergentes dieron cuenta de 3% del total mundial de las inversiones de cartera en el extranjero; para 2010, esa cifra era 16%. Por lo tanto, se publican cada vez más estudios sobre los patrones y los determinantes de los flujos de inversión extranjera en los países de mercados emergentes. Mucha menos atención ha recibido un fenómeno más pequeño, pero creciente: la inversión en títulos extranjeros por parte de inversionistas de mercados emergentes.

Un indicador de la importancia relativa de los mercados emergentes en las finanzas internacionales es el volumen de sus tenencias de activos de inversión externa en carteras de acciones a nivel mundial, que pasó de 1% en 2000 a 5% en 2010. En términos absolutos, esto refleja un aumento de los activos de inversión externa en carteras de acciones en manos de inversionistas de mercados emergentes de US\$67.000 millones a US\$643.000 millones. Las entradas procedentes de mercados emergentes desempeñan un papel cada vez más importante en los pasivos de cartera externa, incluso los de las grandes economías avanzadas. Tomemos como ejemplo la importancia relativa de los mercados emergentes para la inversión externa en carteras de acciones estadounidenses. Las tenencias extranjeras de títulos estadounidenses en manos de inversionistas de mercados emergentes subieron de 2% en 2002 a 7% en 2011, según datos de la Encuesta Coordinada sobre Inversión de Cartera del FMI. Los datos del Tesoro de Estados Unidos presentan un panorama parecido.

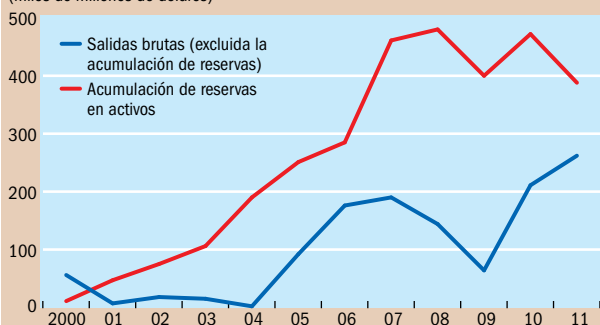
Estos datos sugieren que los mercados emergentes juegan un papel cada vez mayor en los flujos transfronterizos de inversión de cartera, un fenómeno que probablemente se intensifique a medida que los mercados emergentes se enriquezcan, abran sus cuentas de capital y desarrollen sus mercados financieros. ¿Cuánta inversión tiene probabilidades de originarse en los

Gráfico 3

### Crece la inversión privada china

En los últimos años, China ha alentado a las empresas a invertir en el extranjero; por lo tanto, las salidas de capital privado están acercándose a los niveles de la acumulación de reservas en divisas.

(miles de millones de dólares)



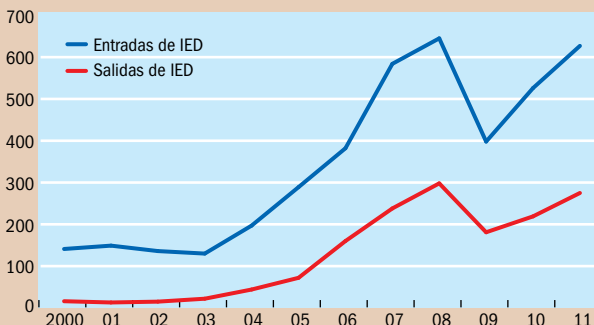
Fuente: FMI, Balance of Payments Statistics.

Gráfico 4

### Flujos de inversión directa

La inversión extranjera directa proveniente de las economías de mercados emergentes ha aumentado desde mediados de la década pasada.

(miles de millones de dólares)



Fuente: FMI, Balance of Payments Statistics.

Nota: IED = inversión extranjera directa.

mercados emergentes? La teoría financiera ofrece una manera de considerar el nivel óptimo de la inversión extranjera: para maximizar los beneficios de la diversificación y lograr resultados superiores de la tensión entre el riesgo y el rendimiento, en lugar de limitarse a invertir en el mercado de acciones nacional los inversionistas en principio deberían mantener una cartera internacional diversificada cuyas ponderaciones estén basadas en la capitalización del mercado accionario de cada país. Dado que los mercados emergentes todavía representan apenas 8% de la capitalización de mercado a escala mundial, en principio sus inversionistas deberían mantener una proporción significativamente mayor de acciones de economías avanzadas.

En realidad, los inversionistas ciertamente no diversifican en la misma medida en que lo sugieren los modelos normales; en casi todos los países suelen exhibir un fuerte *sesgo doméstico* (es decir, invierten desproporcionadamente en el mercado accionario del país). Las explicaciones del sesgo doméstico incluyen asimetrías de información (los inversionistas conocen mejor el mercado de su propio país que el de otro), los costos de operación y el subdesarrollo del mercado financiero. En vista del enorme aumento de flujos transfronterizos de inversión bursátil durante la última década y de la atenuación de barreras como las asimetrías de información y los costos de operación, se prevé que el sesgo doméstico disminuirá, pero los estudios indican que no se ha moderado mucho durante la última década.

Sin embargo, a medida que los mercados financieros internacionales se integren y que las barreras informativas se reduzcan, otros sesgos conexos podrían verse afectados por la creciente diversificación de las carteras. Por ejemplo, se ha demostrado que la distribución de las carteras fuera del país de origen está sujeta a un *sesgo extranjero regional* (inversiones desproporcionadamente cuantiosas en los mercados accionarios de países vecinos). Los inversionistas también colocan fondos desproporcionadamente en países con los cuales su nación comercia mucho o en países con los que están familiarizados debido a un pasado colonial o lazos lingüísticos. No existe una teoría contundente sobre el efecto de algunas de estas variables en la distribución de las carteras. Por ejemplo, un país con una gobernabilidad deficiente tendría que ser menos atrayente para los inversionistas internacionales, pero los parecidos entre la gobernabilidad empresarial del país origen y del país destino de la inversión de hecho podrían incrementar los flujos bilaterales debido al efecto de “familiaridad”. La teoría tampoco explica si estos sesgos extranjeros desaparecerían al expandirse los flujos de capital ni cómo ocurriría ese proceso. Estas cuestiones se deben resolver mediante análisis empíricos.

### **Análisis de la actividad de los inversionistas institucionales**

Examinamos la inversión saliente total en carteras de acciones de los mercados emergentes y luego analizamos con más detalle las salidas de capital mediadas a través de fondos comunes de inversión y otros inversionistas institucionales. Nuestro análisis está basado en un estudio empírico amplio del período 2000-2011 y utiliza la teoría estándar de carteras para guiar la interpretación de los resultados; no sometimos a prueba un modelo teórico específico de la distribución de carteras.

Nuestro análisis emplea dos conjuntos de datos. El primero está basado en la Encuesta Coordinada sobre Inversión de Cartera del FMI, que muestra las tenencias bilaterales transfronterizas de carteras de acciones (en forma de saldos, no de flujos). Empleamos también un conjunto de datos sobre inversionistas institucionales individuales, tanto de economías avanzadas como de mercados emergentes, para desagregar los factores que impulsan los flujos transfronterizos de inversión en carteras de acciones.

Una conclusión interesante de nuestro estudio preliminar es que las variables de “gravedad” (llamadas así porque contienen elementos de masa y distancia para imitar la interacción gravitacional de la física newtoniana) —que reflejan la “proximidad” en términos de distancia geográfica, idioma común, pasado colonial y zonas comunes de libre comercio— son importantes determinantes de los flujos transfronterizos de inversión en carteras de acciones. La importancia de estos factores ya ha sido establecida en los estudios sobre inversionistas de economías avanzadas; según nuestra evaluación, los inversionistas de mercados emergentes parecen basar las decisiones en factores parecidos. Una posibilidad es que estas variables, que son una importante influencia en los patrones de los flujos comerciales transfronterizos, sencillamente reflejen el hecho de que los flujos financieros están vinculados a los flujos comerciales. Sin embargo, constatamos que la importancia de las variables de gravedad a la hora de explicar los flujos bilaterales de inversión en carteras de acciones no cambia al neutralizar directamente las relaciones comerciales bilaterales. Una implicación de nuestros resultados preliminares es que la inversión en carteras de acciones procedente de los mercados emergentes acelerará la integración financiera regional, al menos en las primeras fases de su expansión.

### **Salidas de capital en aumento**

Un aspecto importante pero poco estudiado de la creciente prominencia de las economías de mercados emergentes son los flujos de inversión que originan. Aunque estas salidas aún son relativamente pequeñas, están creciendo con rapidez. A medida que estas economías se enriquezcan, desarrollen sus mercados financieros y liberalicen los flujos de capital transfronterizos, sus inversionistas minoristas e institucionales buscarán cada vez más oportunidades de inversión en el extranjero para poder diversificarse. Los datos preliminares sugieren que los inversionistas de estas economías parecen exhibir sesgos domésticos y extranjeros relacionados con la proximidad geográfica y la familiaridad al igual que sus pares de las economías avanzadas. Esto podría promover una mayor integración regional de los mercados financieros y generar crecientes flujos de inversión en carteras de acciones entre los mismos mercados emergentes. ■

*Andrew Karolyi es profesor en la Escuela Johnson de Administración de la Universidad de Cornell. David Ng y Eswar Prasad son profesor adjunto y profesor, respectivamente, en la Escuela Dyson de Administración y Economía Aplicada de la Universidad de Cornell. Ng era profesor invitado en el Instituto de Estudios Monetarios de Hong Kong. Prasad es también miembro principal de la Brookings Institution.*