



Los nuevos mercados africanos de frontera

Varios mercados financieros subsaharianos están comenzando a atraer inversionistas

David C. L. Nellor

Rascacielos en la zona céntrica de Dar es Salaam, Tanzania.

ALGUNOS países africanos cuyos florecientes mercados financieros probablemente atraigan inversionistas institucionales bien podrían convertirse en una segunda generación de “mercados emergentes”.

Los mismos hechos cruciales que presagiaron la llegada de inversionistas institucionales a los mercados emergentes en los años ochenta están ocurriendo hoy en algunas partes de África subsahariana: el crecimiento está despegando, impulsado más que nada por el sector privado, y los mercados financieros se están abriendo (recuadro). El contexto mundial cumple un papel crítico. La búsqueda de rendimiento, alimentada por la sustancial liquidez mundial, empuja a los inversionistas a ampliar horizontes.

Pero el panorama actual es mucho más amplio y existe toda una variedad de actividades financieras, como bonos nacionales y emisiones en varias divisas. La tecnología financiera también es más compleja.

Durante los 25 últimos años el desarrollo de los mercados financieros se fue produciendo de manera gradual, pero hoy la tecnología financiera llega a los mercados emergentes africanos más o menos al mismo tiempo que la crean los mercados avanzados. Es la falta de infraestructura y de profundidad del mercado lo que inhibe su aplicación.

Esto significa que los mercados emergentes africanos de segunda generación se topan de inmediato con obstáculos signi-

ficativos frente a los cuales sus predecesores tuvieron un cuarto de siglo para adaptarse. Para empezar, no será fácil mantener la estabilidad del sector financiero. Como los intermediarios de la mayoría de los flujos financieros son los sistemas bancarios nacionales, los bancos centrales africanos deben afianzar considerablemente la capacidad de supervisión para administrar una actividad financiera compleja que surgió prácticamente de la noche a la mañana. Pero esa tarea es más ardua en la actualidad: por ejemplo, las normas prudenciales, como los impuestos sobre los flujos de capital a corto plazo, se pueden soslayar con más facilidad gracias a operaciones con derivados que no se utilizaban en los mercados emergentes hace una generación.

¿Cuáles son los mercados emergentes?

Los compiladores de índices de mercados emergentes deciden si un país pertenece a esa categoría evaluando la naturaleza y el grado de desarrollo de un mercado bursátil en relación con el resto de la economía. En los últimos tiempos, Standard and Poor's —que en 2000 sustituyó a la Corporación Financiera Internacional (CFI) en la elaboración de los índices financieros de mercados emergentes— utiliza el término “mercados de frontera” para referirse a los países con mercados más pequeños y menos líquidos que los mercados emergentes más avanzados. Es posible que muchos de los mercados emergentes de los años ochenta hubieran pertenecido a esa clasificación.

La expresión “mercado emergente” se aplica aquí a los países de África subsahariana que tienen mercados financieros y atraen el interés de los inversionistas. Este uso más amplio del término permite establecer un criterio de inclusión a partir de una respuesta positiva a las siguientes preguntas: ¿ha despegado el crecimiento, y está liderado por el sector privado?, ¿fomenta la política pública ese crecimiento de mercado? y ¿hay mercados financieros para invertir?

Se han tomado ocho países de África subsahariana que cumplen esos criterios y son candidatos a la calificación de mercado emergente y se los ha comparado con los fundadores

¿Quién acuñó el término?

En 1980, la Corporación Financiera Internacional acuñó la expresión “mercado emergente” para referirse a países en desarrollo con mercados bursátiles que comenzaban a mostrar características propias de los mercados maduros de los países industriales. Este tipo de mercado —que permite participar en otras economías a través de la inversión financiera— existe en todas las regiones del mundo; en África, únicamente Sudáfrica recibe esa calificación (véase “El ascenso de los mercados emergentes”, pág. 54).

de la Asociación de Naciones del Asia Sudoriental (ASEAN, por sus siglas en inglés), que estuvieron entre los primeros mercados emergentes clasificados por la CFI.

Despegue del crecimiento

El atractivo de los mercados emergentes radica en tasas de rendimiento elevadas en comparación con los mercados maduros y oportunidades de diversificación del riesgo. Un alto índice de crecimiento del PIB significa que hay oportunidades de participar en las perspectivas generales de un país o de invertir en sectores subvaluados. Es probable que las perspectivas de crecimiento de un mercado emergente giren en torno a la convergencia tecnológica, una brecha del producto sustancial, una población joven y un crecimiento demográfico más rápido que el de los mercados maduros. Los procesos que nutren el crecimiento pueden variar según el país, pero los mercados emergentes tienen en común una trayectoria de crecimiento sólido. La posibilidad de diversificar el riesgo se plantea cuando las tendencias de crecimiento de un país no están sincronizadas con las economías de mercados maduros.

La actitud en cuanto a las perspectivas de crecimiento de África está moldeada por la experiencia del crecimiento asiático, cuyo motor fue la exportación. Los analistas piensan que es fundamental que esa experiencia se repita en África para lograr un crecimiento fuerte y sostenible, y se preguntan si están dadas las condiciones necesarias, sobre todo fuera del sector de los recursos renovables. Aunque el modelo de crecimiento impulsado por las exportaciones quizá ya no sea tan viable hoy, África tiene un potencial de crecimiento significativo gracias a la sustitución de importaciones y al comercio intrarregional, además de los mercados de exportación tradicionales.

Para determinar qué países tienen perspectivas razonables de cumplir con las condiciones necesarias para el crecimiento, se puede aplicar un criterio a los países ricos en recursos naturales, y otro a los demás.

Los *países africanos ricos en recursos* tienen un largo historial de desempeño macroeconómico desfavorable. Cuando los precios de las materias primas —especialmente el petróleo— eran altos, los gobiernos gastaron más de lo que podían absorber las economías, y entonces los tipos de cambio subieron y los demás sectores quedaron sofocados. Pero cuando los precios bajaron, los sectores ajenos a los recursos naturales no revivieron. El reciente auge de precios de las materias primas ofrece una oportunidad de explorar las perspectivas de crecimiento de los productores africanos. ¿Cómo están manejando el estrés macroeconómico que crea un nivel de precios persistentemente elevado? No cabe duda de que esos precios contribuyeron a hacer subir la tasa de crecimiento, pero podría tratarse de una señal en falso: víctima de la famosa “maldición de los recursos”, el crecimiento podría retroceder nuevamente cuando las materias primas se abaratan.

Una manera de evaluar las perspectivas de estos países es comparar su desempeño actual con otros episodios de carestía de las materias primas y comprobar si algo cambió para que los resultados sean diferentes una vez que pase el boom de precios. Las perspectivas más prometedoras entre los mercados emergentes las ofrecen los productores de recursos naturales

que establecieron instituciones económicas sólidas para evitar otra sucesión de auges y caídas. Tómese como ejemplo Nigeria. Desde 2004, cuando comenzó el auge petrolero, su desempeño económico ha sido mucho mejor que en los episodios de 1974–78, 1979–83 y 1990–94, medido teniendo en cuenta tanto el crecimiento no petrolero como la inflación (gráfico 1).

La clave radica en la política fiscal, pensada en función de la capacidad de la economía para absorber el impacto que tendría en la demanda interna la decisión de gastar la enorme renta petrolera actual. Al aplicar una regla presupuestaria basada en los precios del petróleo —que permitió gastar el ingreso petrolero de acuerdo con la capacidad de absorción y ahorrar el excedente—, se pudo quebrar el vínculo entre el alza de dichos precios y el gasto presupuestario, que generó los ciclos de auge y caída en el pasado. Si se logra sustentar esta regla fiscal, las perspectivas de crecimiento continuo son prometedoras.

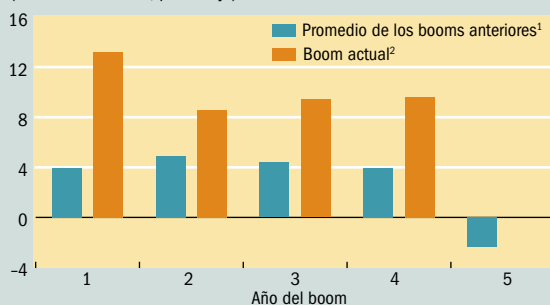
Los *países africanos pobres en recursos naturales* también sufren estrés macroeconómico, ya que deben pagar considerablemente más por las materias primas. Pero algunos —ciertamente no todos— han podido compensar el elevado precio del petróleo con el elevado precio de sus propias materias primas. La capacidad para sustentar el crecimiento demuestra no solo resiliencia económica, sino también una ruptura con el pasado.

Gráfico 1

Cómo maneja Nigeria el boom

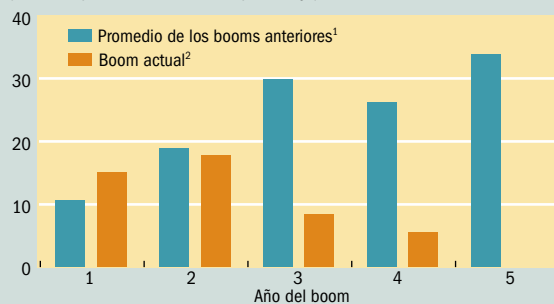
Durante los cuatro primeros años del boom actual, el PIB no petrolero de Nigeria creció mucho más rápido que en ciclos anteriores . . .

(Crecimiento del PIB, porcentaje)



. . . en tanto que los precios al consumidor subieron mucho más lentamente.

(Índice de precios al consumidor, porcentaje)



Fuentes: Autoridades nigerianas y personal técnico del FMI.

¹Estos booms ocurrieron en 1974–78, 1979–83 y 1990–94.

²Este boom comenzó en 2004.

También se puede evaluar el crecimiento desde el punto de vista de los términos de intercambio (gráfico 2). Varios países con términos de intercambio negativos —en otras palabras, donde el precio global de las exportaciones bajó en comparación con las importaciones— gozan de un crecimiento pujante gracias a un marco de política macroeconómica más sólido que les permite hacer frente al encarecimiento de las importaciones. Además, al acumular reservas internacionales significativamente más cuantiosas, pueden amortiguar el ajuste. Aun sin dejar de reconocer que los retos se están multiplicando, la trayectoria hasta la fecha es indicativa de políticas propicias y de una flexibilidad económica que prometen un buen crecimiento.

Crecimiento liderado por el sector privado

En los mercados emergentes prósperos, sea cual fuere la forma de organización económica, el sector privado es el motor del crecimiento. Los inversionistas institucionales necesitan la seguridad de que la política económica continuará respaldando el desarrollo del sector privado y que los derechos de propiedad privada estarán protegidos. En ese sentido, tienen los mismos intereses que los inversionistas extranjeros directos. En general, África no ofrece un clima de negocios que resulte atrayente para el inversionista, y mejorar ese aspecto quizá sea un emprendimiento fructífero.

La primera generación de mercados emergentes recurrió a medidas de política para establecerse como tales, y algunos países africanos los están imitando. Indonesia, por ejemplo, instituyó un amplio abanico de exoneraciones impositivas para demostrar su interés en la inversión. Para principios de la década de 1980, cuando ya se había ganado sus credenciales, suprimió esos beneficios y adoptó una estructura tributaria convencional, pero mantuvo su competitividad mediante la política macroeconómica. En el África actual, tras un extenso conflicto armado, Mozambique recuperó la confianza del sector privado ofreciendo, por ejemplo, incentivos fiscales para proyectos de enorme envergadura como la fundición de aluminio de Mozal. Con una trayectoria comprobada de buen desempeño económico y respeto por los derechos del sector privado, Mozambique está creando un ambiente impositivo equilibrado que, conjugado con la estabilidad macroeconómica, le agrega cada vez más atractivo como destino de inversión.

Inversión en los mercados financieros

Hasta hace poco tiempo, los mercados financieros africanos no despertaban gran interés entre los inversionistas institucionales, pero al igual que la primera generación de mercados emergentes, África está abriendo las puertas de sus mercados de renta variable. En 2005 su capitalización rondaba el 20% del PIB, un nivel comparable al de la ASEAN a fines de los años ochenta, y para 2007 había trepado a más del 60% del PIB. Los mercados nacionales de bonos están captando un interés no visto en la primera generación. La negociación de deuda interna y externa en los mercados internacionales se aceleró con rapidez. Según la Emerging Markets Traders Association, la operatoria de los mercados de deuda africanos, excluido Sudáfrica, aumentó a más del triple en 2007, para alcanzar unos US\$12.000 millones (gráfico 3).

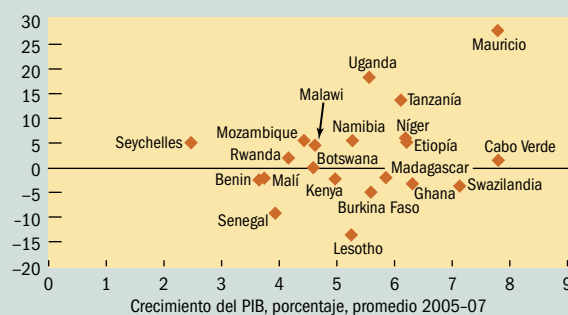
Nigeria, el país más grande del grupo, domina este campo. En 2005–06, recibió alivio de los acreedores del Club de París y recompró gran parte del resto de la deuda externa; desde entonces, principalmente se opera en emisiones internas. A fines de 2007, las operaciones sobre deuda nigeriana ocupaban el vigésimo primer puesto en la escala mundial, igual o mejor que muchos mercados emergentes de la primera generación. A través de una variedad de vehículos de inversión, los bancos nigerianos movilizaron alrededor de US\$12.000 millones en 2006–07, gran parte entre inversionistas extranjeros.

Las condiciones aquí detalladas para un mercado emergente —crecimiento liderado por el sector privado y mercados abiertos a la inversión— se presentan en ocho países de África subsahariana: Botswana, Ghana, Kenya, Mozambique, Nigeria, Tanzania, Uganda y Zambia. Este grupo reúne alrededor del 40% de la población de la región fuera de Sudáfrica y origina casi la mitad del PIB.

Gráfico 2

Crecimiento pese a la adversidad

Varios países de África subsahariana registraron un crecimiento sólido pese a términos de intercambio¹ negativos. (Términos de intercambio, promedio 2005–07)



Nuevas y viejas fronteras

Comparada con la de los países de la ASEAN en 1980, la situación de este grupo de economías africanas es favorable (cuadro). En ese momento, la ASEAN ya estaba experimentando un crecimiento económico pujante, pero en muchos otros aspectos se encontraba en un estado bastante diferente del actual; el grupo africano, por su parte, posiblemente sea menos vulnerable y económicamente más estable. Al igual que en Asia, el crecimiento de África subsahariana es vigoroso, pero a diferencia de la ASEAN de hace un cuarto de siglo, se observa una inflación de un solo dígito. Además, los países africanos cuentan con voluminosas reservas internacionales y una relación deuda/PIB baja, en parte gracias al alivio de la deuda. Sin embargo, el gobierno ocupa un lugar más predominante en la economía.

Los retos macroeconómicos también son parecidos. Los mercados africanos suelen utilizar agregados monetarios para lograr sus metas de inflación, apoyándose en un régimen cambiario de flotación controlada. La liberalización financiera y otros cambios estructurales complican la estabilidad de la demanda de dinero y las relaciones entre los agregados monetarios y la inflación. Cuando surgen dudas en torno a la credibilidad, los bancos centrales buscan maneras más eficaces de satisfacer sus necesidades; en el África actual, algunos de esos bancos apuntan a adoptar un régimen de metas de inflación. Algunos países de la ASEAN hicieron precisamente eso por las mismas razones, pero no hasta pasada la crisis financiera de fines de los años noventa.

La experiencia de los países de la ASEAN durante la crisis de la década pasada muestra que una estabilidad cambiaria artificial, combinada con una política monetaria independiente, tiende a atraer inversiones a corto plazo desestabilizadoras. Frente a un tipo de cambio estable (o un riesgo asimétrico de apreciación cambiaria en las economías petroleras), los inversionistas buscan beneficiarse de los diferenciales entre las tasas de interés; ese tipo de operación fue característica en el Asia de fines de los años ochenta y en los años noventa, y ya se observa hoy en África. El temor a permitir que los tipos de cambio floten (sin lo cual no hay diferencia que explotar) está alimentado por la preocupación de que la volatilidad cambiaría complique la planificación comercial y, en las economías petroleras, de que una moneda que fluctúa al alza y a la baja de acuerdo con los precios del petróleo perjudique permanentemente el empleo y el crecimiento fuera del sector petrolero. La tensión entre estabilidad macroeconómica y flexibilidad cambiaria probablemente se haga más evidente a medida que los países adopten metas de inflación.

Los mercados financieros africanos ya no son extraños a instrumentos financieros complejos. No tuvieron oportunidad de madurar poco a poco, como los mercados emergentes de los

A la par

Comparados con los mercados emergentes de la primera generación, los de África subsahariana se encuentran hoy en una situación favorable.

	ASEAN ¹	África subs. ²
	1980	2007
PIB (crecimiento anual, porcentaje)	7,5	6,9
Inflación (anual, IPC, porcentaje)	16,5	7,3
Profundidad financiera ³	28,9	29,1
Tamaño del gobierno ⁴	11,0	22,1
Reservas internacionales ⁵	3,1	9,4
Deuda ⁶	27,0	12,0
Inversión extranjera directa ⁶	1,3	4,8
Inversión de cartera ⁶	0,1	0,3

Fuente: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, abril de 2008.

¹Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia y Singapur.

²Botswana, Ghana, Kenya, Mozambique, Nigeria, Tanzania, Uganda y Zambia.

³Oferta monetaria como porcentaje del PIB.

⁴Gasto público como porcentaje del PIB.

⁵Como porcentaje de las importaciones del año siguiente.

⁶Como porcentaje del PIB.

años ochenta. En esa época, los inversionistas en mercados de renta variable por lo general seguían la estrategia convencional de comprar títulos y mantenerlos en cartera; los flujos de inversión de cartera eran relativamente a largo plazo y las emisiones de deuda soberana se negociaban en centros financieros mundiales. Por el contrario, los inversionistas institucionales que están entrando en los mercados africanos lo hacen a través de una variedad de instrumentos: renta variable, renta fija en moneda local, y tanto instrumentos físicos como derivados. La transferencia de tecnología de otros mercados emergentes hacia África está limitada únicamente por la profundidad del mercado y la infraestructura regulatoria y de mercado.

Los bancos centrales africanos deben tener debidamente en cuenta la estabilidad del sector financiero, frente a una larga tradición regional de concentrarse

en desarrollarlo. Como el sistema bancario es el principal conducto de intermediación de los capitales extranjeros, se hace necesario vigilar atentamente sus prácticas en cuanto a capital y control del riesgo. Sin embargo, el reto para los bancos centrales va más allá de evaluar si la base de capital de un banco comercial puede absorber el tipo de trastorno que multiplica las moras: hay que examinar los vínculos entre los distintos componentes de los mercados financieros —como el bancario y el bursátil— y los efectos que tienen en el mercado de divisas los movimientos de los balances bancarios generados por acontecimientos macroeconómicos. Desde el punto de vista de una buena supervisión consolidada y basada en el riesgo, los bancos centrales de hoy tienen por delante una curva de aprendizaje mucho más empinada que la primera generación de mercados emergentes. Y para algunos miembros de esa generación, como los países de la ASEAN durante la crisis de los años noventa, esa tarea fue de por sí ardua.

Una oportunidad excepcional

El hecho de constituirse en mercados emergentes es una oportunidad económica excepcional para los países africanos. El acceso a los mercados de capital —ingrediente clave de un crecimiento elevado, sostenible y liderado por el sector privado— durante mucho tiempo pareció estar fuera del alcance de África. Hoy es una realidad. Resulta cada vez más obvio que los flujos financieros están impulsando una expansión de la intermediación financiera en estos países. Para que el crecimiento continúe, será necesario ajustar la política macroeconómica y las normas prudenciales sobre la cuenta de capital a fin de evitar flujos volátiles a corto plazo, y promover a través de la supervisión la estabilidad del sector financiero y la intermediación eficaz. ■

David C. L. Nellor es Asesor Principal en el Departamento de África del FMI.