

**John C. Edmunds**  
Doctor en Administración de Empresas de la Universidad de Harvard, profesor de finanzas de Babson College en Boston y coautor de Wealth by Association.

Finanzas / Opinión

## Ahí vienen los elefantes

Los rumores son divertidos mientras no se tomen en serio. Hacen cosquillas a la imaginación y gatillan estallidos de transacciones. Ellos levantan el ánimo los días que no traen muchas noticias verdaderas. Y cuando traen al menos pequeños granos de verdad, son especialmente provocativos, porque abrigan la idea de que algo nuevo realmente puede pasar. El rumor de moda de las últimas semanas es que la inmensa cantidad de fondos de pensiones que se gestionan profesionalmente desde EE.UU. y Europa –donde hay colosos como California Public Employees Pension System y Ontario Teachers Pension Fund– van a subir su ponderación en América Latina en 1% o 2%.

Si el rumor es cierto, el efecto en el mercado accionario de América Latina sería inmenso. En el agregado, estos fondos manejan cerca de US\$10 billones (sí, 10 veces un millón de millones). Aunque sus políticas de diversificación varían, generalmente asignan el 15% de su portafolio a papeles internacionales. Eso no hace mucha diferencia en mercados emergentes, porque la mayoría de ese dinero se invierte en bolsas de países ricos, sólo cerca del 1% de sus portafolios ha sido invertido en acciones de mercados emergentes. El rumor es que ese 1% podría duplicarse o triplicarse.

Eso implicaría que un adicional de US\$ 100.000 millones o US\$ 200.000 millones fluiría a acciones de mercados emergentes, sin contar el creciente flujo que actualmente ya está corriendo con esa dirección. Inversionistas individuales en los países ricos han estado vertiendo dinero en acciones de mercados emergentes durante la mayor parte de 2005. En Estados Unidos, los fondos mutuos especializados en emergentes captaron capital por US\$ 7.200 millones en 2004. Para los primeros ocho meses de 2005, el monto llegó a US\$ 9.700 millones.

Para poner estos infuljos de rápido crecimiento en perspectiva, hay que considerar que la emisión neta total de acciones en las bolsas de los mercados locales fue de US\$ 43.000 millones en 2004 y US\$ 20.900 millones para la primera mitad de 2005. Ese monto, que fue obviamente menor que la demanda, es lo que explica por qué el precio de las acciones se disparó. Al analizar la demanda parte por parte, se puede entender lo que está pasando. Infuljos de inversión de portafolios extranjeros a las bolsas de mercados emergentes fueron de US\$ 26.800 millones para todo 2004, un monto casi igual a dos tercios de la nueva emisión. Los compradores extranjeros se han visto ellos mismos pujando contra fondos de pensión locales y compradores individuales. Ahora, si hay otro gran comprador, con US\$ 100.000 millones o US\$ 200.000 millones para gastar, los precios se dispararán al cielo otra vez.

El cuadro, de esta manera, ha sido pintado por la intensa competencia entre los compradores ante la insuficiencia del volumen de las acciones de países emergentes para satisfacer la demanda. A fines de 2004 su capitalización total de mercado fue de US\$ 3,5 billones. El tamaño efectivo, no obstante, es mucho más pequeño. Por lo menos, la mitad de las acciones listadas en esos mercados son bloques controladores; además, muchas de esas acciones son tan ilíquidas que los fondos de pensiones no pueden comprarlas. La libre flotación de esos mercados, es decir, aquellas acciones que están disponibles para ser compradas –o que cumplen con los criterios de los fondos de pensiones– probablemente no suma más de US\$1 billón.

En vista de estos hechos, ¿puede el rumor transformarse en realidad? Puede, pero quienes gerencian esos fondos de pensiones son cuidadosos y exigentes. A ellos no les gusta la volatilidad y se asustan con abstrusas métricas como “tracking error” y “rebalancing bias”. Ellos actúan diferente a los inversionistas individuales y no siempre compran más del activo que sea que haya estado subiendo durante el año anterior.

¿Cómo pueden las compañías latinoamericanas emitir acciones que estos grandes fondos de

pensiones quieran comprar? La ola de reformas financieras latinoamericanas ha mejorado el atractivo de las acciones comunes de América Latina. Sin embargo, aún hay problemas por superar. Un gran obstáculo es que las prácticas convencionales de los emisores latinoamericanos han empeorado la volatilidad para los accionistas ordinarios. Las ordinarias acciones comunes de la región han sido mucho más volátiles que los negocios que representan, una consecuencia de la clásica estructura de capital. Los prestamistas tienen el derecho primario sobre el flujo de caja de una empresa, por lo que el riesgo del negocio cae predominantemente sobre los accionistas y especialmente sobre los minoritarios. Esto explica por qué las acciones ordinarias de la región han sido tan poco atractivas. Para remediar este efecto del clásico diseño de las emisiones es que las compañías emitieran papeles con una protección ante las caídas, además de un potencial máximo de alza.

Si el rumor es cierto, estos grandes compradores podrían dirigir varios billones a los mercados latinoamericanos. Los emisores que reaccionen primero a sus necesidades tendrán la ventaja.