



# Apuntes sobre mercados fronterizos: 2016 y años posteriores

January 26, 2016



Mark Mobius  
Executive Chairman  
Templeton Emerging Markets Group

Los inversores de renta variable del mundo entero se enfrentaron a incertidumbres de distinta índole en 2015, ante la previsión de subidas de los tipos de interés estadounidenses, los flojos precios de las materias primas y la ralentización del crecimiento en China. Estos factores adversos, que mellaron la confianza, fueron sin duda más intensos en el conjunto de mercados emergentes, aunque algunos mercados se vieron más perjudicados que otros. Aquí, Carlos Hardenberg, vicepresidente senior y director de estrategias de mercados fronterizos, analiza las oportunidades de inversión que estamos divisando en mercados fronterizos (el subgrupo menos desarrollado del universo de mercados emergentes) con especial atención a ciertos países que, a nuestro juicio, podrían resistir mejor el clima de inversión en adelante.



Carlos  
Hardenberg

**Carlos Hardenberg**

**Vicepresidente senior**

**Director de estrategias en mercados fronterizos**

**Templeton Emerging Markets Group**

Cuando hablamos de mercados fronterizos, la primera pregunta que se hacen muchos es cómo debemos clasificarlos. Uno de los métodos más curiosos de definir un mercado fronterizo, según un comentario que leí una vez, es ver si en ese país existe un Starbucks, la popular cadena de cafeterías, aunque no estoy seguro de compartir necesariamente esa aseveración! Algunos índices de referencia como el MSCI Frontier Markets Index<sup>[1]</sup> pueden ofrecernos una pista, en tanto que la inclusión de determinados países, y su ponderación, se basa en su desarrollo económico, su tamaño, la liquidez y la accesibilidad del mercado. En el grupo Templeton Emerging Markets Group, no nos limitamos a los países incluidos en un determinado índice. Nosotros preferimos definir los mercados fronterizos en sentido más amplio como mercados más nuevos o jóvenes que se encuentran en una fase de desarrollo económico más temprana que los mercados emergentes de mayor tamaño, generalmente con tasas de crecimiento más altas y un menor grado de inversión extranjera y cobertura de análisis de inversiones. Los mercados fronterizos están repartidos por toda Asia, África, Europa y Sudamérica.

## Mercados fronterizos



**24%**

Superficie terrestre  
mundial



**19%**

Población mundial



**7%**

PIB mundial



**2%**

Capitalización  
bursátil mundial

Fuentes: Naciones Unidas, Banco Mundial, FactSet, EIU, basado en el cálculo de un tamaño de muestra de 124 países que cubren >80% de la superficie total (2010), >95% de la población total (previsión de 2015) y PIB (previsión de 2015). No hay garantía de que las estimaciones o previsiones vayan a cumplirse. La capitalización bursátil corresponde a final de agosto de 2015.

**En 2015 predominó la cautela en los inversores**

En épocas de mayor cautela del inversor o de incertidumbre, el riesgo percibido de mercados emergentes en su conjunto y como clase de activos (siendo los mercados fronterizos un subgrupo de ellos) puede propiciar periodos de mal comportamiento de esta región comparado con los mercados desarrollados. Eso es algo que presenciamos en 2015. Sin embargo, la situación del mercado en 2015 nos revela la importancia de adoptar un enfoque ascendente (bottom-up) que permita ver con ojos críticos países y empresas concretas que operen allí. No se puede meter en el mismo saco a todos los mercados emergentes (o a todas las empresas ubicadas allí). Por ejemplo, algunos de los mercados más alcistas del mundo en 2015, por muy extraño que parezca a algunos, fueron Venezuela (que se revalorizó más del 200% en 2015),[\[2\]](#) y Argentina (que se revalorizó más del 50%).[\[3\]](#) Ambos países han venido lidiando con entornos económicos y políticos difíciles, pero, aún así, existen empresas ubicadas allí que han podido salir adelante. También podríamos señalar a algunos otros mercados fronterizos del mundo que cosecharon resultados positivos en 2015 a pesar del arduo entorno que predominó en el conjunto de mercados emergentes como clase de activos.

Nosotros vemos como oportunidades los entornos de mercado complicados, ya que aprovechamos las correcciones para seleccionar títulos que consideramos atractivos, pero que se han visto injustamente castigados. Aunque muchos inversores se abstienen de invertir en mercados fronterizos, también creemos que eso podrían cambiar en el futuro. En nuestra opinión, la mayor familiaridad de los inversores internacionales con empresas radicadas en estos mercados podría traducirse en un aumento de las valoraciones.

## Mercados fronterizos: Precio/Beneficios (PER)

31 de diciembre 2007 – 31 de diciembre 2015



Fuente: MSCI, FactSet. El MSCI Frontier Markets Index es un índice de capitalización bursátil ajustado por libre flotación que está integrado por 24 índices de mercados fronterizos. El MSCI Frontier Markets Index es un índice de capitalización bursátil ajustado por libre flotación que está integrado por 23 índices de países de mercados emergentes. Los índices no están gestionados y no puede invertirse directamente en ellos. Tampoco reflejan las comisiones, costes o gastos de suscripción. La ratio precio/beneficios (PER) representa la cotización actual de las acciones de una empresa dividido entre los beneficios por acción de la misma. La rentabilidad pasada no garantiza rendimientos futuros. Para más información sobre los proveedores de datos, visite [www.franklintempletondatasources.com](http://www.franklintempletondatasources.com).

Los mercados fronterizos constituyen interesantes oportunidades de inversión a largo plazo para nuestro equipo. Los fundamentales que nos encontramos allí son halagüeños, entre ellos un sólido crecimiento económico, abundantes recursos naturales y humanos, unos perfiles demográficos favorables, la posibilidad de experimentar un rápido progreso tecnológico y ventajas potenciales derivadas de una mejor infraestructura y prácticas de gobierno mejoradas. A nuestro juicio, estas oportunidades se ven realizadas por las valoraciones bursátiles de algunas sociedades fronterizas que a menudo se sitúan por debajo de sus competidoras ubicadas en mercados más desarrollados. En este sentido, cabe observar que las recientes fluctuaciones del mercado han agrandado la brecha entre la valoración de los mercados fronterizos y la asociada a mercados emergentes y desarrollados, según la medición de los correspondientes índices MSCI. Por otro lado, muchos mercados fronterizos cuentan con catalizadores relevantes que podrían reducir su correlación con sus homólogos emergentes y desarrollados, además de brindar a los inversores una diversificación potencial. Nos gustaría mencionar algunos mercados fronterizos que nos parecen especialmente interesantes en estos momentos.

## **Vietnam**

A pesar de los numerosos años que llevamos invirtiendo en Vietnam, es un mercado en el cual muchos inversores no se habían fijado hasta ahora. Hace casi una década, llegamos a la conclusión de que Vietnam presentaba una oportunidad de inversión única dentro del ámbito de mercados fronterizos porque la región había sido objeto de un escaso análisis y de una escasa representación de accionariado extranjero; en ese momento, prácticamente no existían análisis en lengua inglesa sobre las empresas vietnamitas. Vietnam parecía un país en gran medida ignorado en comparación con sus vecinos de la región, y tampoco había casi propietarios de empresas extranjeras instaladas allí. Dedicamos mucho tiempo a viajar alrededor del país, reuniéndonos con gestores locales, para llegar a conocer el entorno empresarial y político antes de decidir abrir una delegación allí. Vietnam tiene implantado un sistema político de partido único, con un enorme control del Estado y accionariado privado similar a China. Sin embargo, nos dimos cuenta de que la mentalidad de los habitantes que encontramos era abrumadoramente favorable al mundo empresarial y al capital.

Cuando comenzamos a invertir en Vietnam en 2008, la economía se enfrentaba a algunos escollos, entre los que destaca un déficit por cuenta corriente crónico. Aunque Vietnam poseía petróleo y gas natural, no podía refinarlo en su propio territorio, por lo que el gobierno se vio obligado a exportarlo y recomprar los productos finales (el país ha venido esforzándose en los últimos tiempos para intentar cambiar esta situación con la construcción de refinerías nacionales). A medida que aumentábamos nuestro conocimiento sobre el entorno de inversión en Vietnam, también nos percatamos del rápido aumento que estaba experimentando el volumen de inversión extranjera directa, siendo su calidad bastante elevada. Así, se fueron instalando en Vietnam plantas de fabricación de marcas conocidas en todo el mundo y contratando decenas de miles de personas. Hoy día existe una larga lista de compañías internacionales que fabrican distintos productos, por ejemplo, electrónica de consumo, textiles y muebles en Vietnam. Prevemos que habrá más empresas multinacionales de diversos sectores que podrían abrir tiendas en Vietnam, aprovechando su mano de obra barata y bien cualificada.

Además, los propietarios y gestores de empresas con los que hemos hablado en estos años nos han comentado que les resultó relativamente fácil hacer negocios en este país comparado con otros ubicados en la región. El informe del Banco Mundial que examina la facilidad de emprender una actividad empresarial sitúa a Vietnam como el 90º país entre los 189 encuestados en 2016, lo que supone una mejoría respecto al puesto 99 que ocupó en 2013, superando a India, por ejemplo, clasificado el 130º.[\[4\]](#)

En nuestra opinión, Vietnam tiene a su favor una serie de factores positivos, entre ellos el crecimiento del Producto Interior Bruto (PIB), que se ha mantenido sólido, al cifrarse en el 6,5% en 2015.[\[5\]](#) El país cuenta con numerosos puertos marítimos y posee una de las rutas comerciales más importantes del planeta, con acceso al enorme mercado de consumidores de China. Vietnam ha ido creando su propio mercado de exportaciones, así como un gran mercado de consumidores nacionales. Sacar partido de este último mercado es un tema que hemos venido explorando en busca de oportunidades de inversión potenciales. Un ejemplo es la industria láctea, que ha sido tradicionalmente un mercado rural y desorganizado en Vietnam. Normalmente la gente compraba leche a un vecino o a un granjero cercano que poseía una vaca, no en un supermercado. En un breve espacio de tiempo, hemos asistido al desarrollo de un marco normativo, y los productores industriales han entrado en el mercado y han creado marcas con canales de distribución más formales.

Además del reciente [acuerdo de comercio](#) suscrito con la Unión Europea, creemos que Vietnam podría beneficiarse enormemente de una propuesta de Alianza Trans-Pacífica (TPP), dado el impulso que podría recibir su mercado de exportaciones por la reducción o eliminación de aranceles, especialmente productos destinados a grandes mercados que tratan de formar parte del TPP, a saber, Estados Unidos y Japón. Vietnam posee una industria pesquera vibrante pero infrautilizada, y una mayor cantidad de marisco podría aterrizar en los platos de comensales ubicados en estos y otros países.

Aunque la propiedad extranjera ha ido aumentando en los últimos tiempos, el gobierno de Vietnam no quiere perder el control de sus activos, por lo que es previsible que los límites a la propiedad extranjera sigan siendo objeto de debate. No obstante, creemos que Vietnam es un mercado que seguramente seguirá atrayendo el interés de los inversores en los próximos años.

## **Bangladesh**

En otro lugar de Asia se encuentra Bangladesh, un país que posee un mercado interior significativo y una población superior a 169 millones.<sup>[6]</sup> Como muchos recordarán, la ingente industria textil del país acaparó los titulares de portada en 2013, después del derrumbamiento de un edificio de ocho plantas ubicado en el complejo Rana Plaza, a causa de un incendio. Prácticamente todas las grandes empresas textiles del mundo tenían operaciones de producción en Bangladesh, una situación que continúa vigente hoy día. El incendio fue una terrible tragedia, pero puso de manifiesto la necesidad de una mejor regulación y supervisión del sector, que incluya una normativa de seguridad para productores. Todavía queda trabajo por hacer, aunque se está viendo cierto avance y la consecución de algunas mejoras. Bangladesh ha desarrollado un sólido nicho de mercado que cabe definir como de talla mundial. En el área de producción textil, el país es sumamente eficiente, gracias a los conocimientos y técnicas con que cuenta para integrarse en las redes del comercio mundial. Por otro lado, la industria tiene barreras de entrada relativamente altas, de modo que sería previsible que el país conserve su posición de liderazgo. Llevamos un tiempo invirtiendo en Bangladesh y seguimos buscando oportunidades convincentes allí, no solo en la industria textil sino también en otros sectores que puedan beneficiarse del crecimiento que está aconteciendo allí.

## **Nigeria (y otros países de África)**

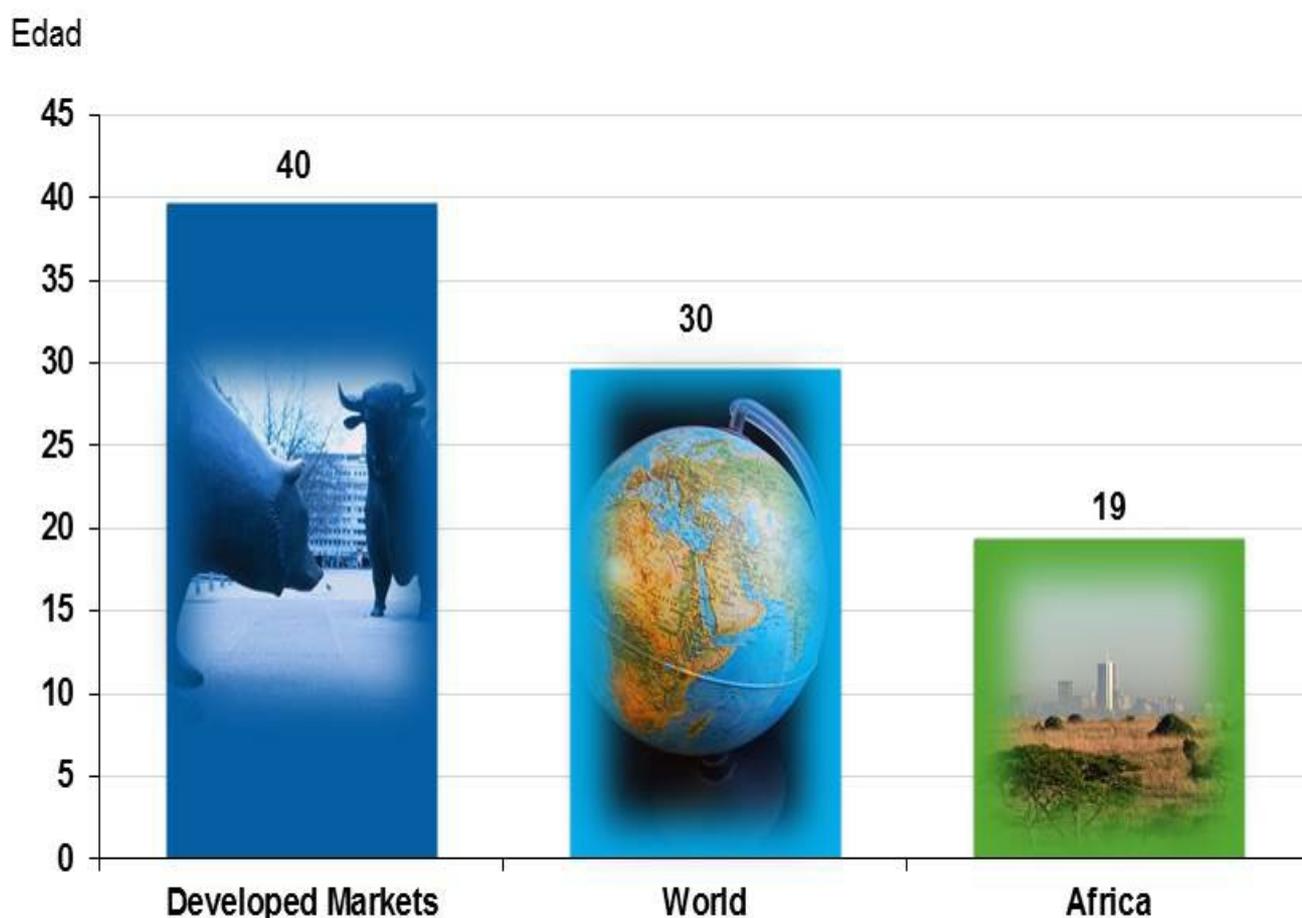
Con la excepción de Sudáfrica, todos los países que integran el continente africano se consideran mercados fronterizos. El mercado más grande por población es Nigeria, que constituye para nosotros un país importante por el abanico de oportunidades que puede ofrecer. No cabe duda de que Nigeria se ha enfrentado a diversas dificultades, debido a la casi ausencia de tendido eléctrico y a una infraestructura deficiente. La producción eléctrica de todo el país probablemente sea similar a la existente en una sola calle de Nueva York. Sin embargo, la capacidad de los nigerianos para trabajar en las circunstancias más adversas es asombrosa. Lo que realmente me sorprendió durante mis viajes al país es ver cómo la población no solo en Nigeria sino en toda África ha ido adoptando las telecomunicaciones móviles e Internet. Mucha gente que apenas posee alimentos o un techo para resguardarse tienen un smartphone y lo usan para pagar bienes y servicios a través del móvil.

La banca on-line es un servicio bastante sofisticado en África debido a la falta de disponibilidad de bancos físicos o cajeros automáticos para un amplio segmento de la población. Si viajamos a África (ya sea Nigeria, Costa de Marfil, Senegal, Etiopía o Kenia) es imposible no percatarse de la influencia china en el continente, con la construcción de carreteras, puertos, aeropuertos y túneles, tras convertirse en socios locales de empresas africanas. Pese al interés que tiene para los chinos las materias primas de África, muchos se quedan en el continente y establecen allí sus propios negocios minoristas. Es una relación simbiótica.

El desplome de los precios de las materias primas visto en los últimos dos años ha puesto las cosas difíciles a los países africanos, especialmente aquellos que dependen de los ingresos derivados del petróleo. Sin embargo, también podría entenderse como una oportunidad para que estos países acometan reformas y diversifiquen sus economías, ya que obliga a los gobiernos a ser más disciplinados, mejorar la recaudación de impuestos y hallar fórmulas para expandir la economía y sus arcas a través de iniciativas más diversas, y no solo con la venta de una sola materia prima. Estamos viendo cómo diversas grandes multinacionales establecen su presencia en África por primera vez, especialmente en países con una infraestructura mejorada y una mayor facilidad para desarrollar una actividad empresarial, en aras de acceder a sus amplias y vibrantes poblaciones jóvenes.

Creemos que África probablemente tiene por delante la historia más apasionante del mundo cuando hablamos de mercados fronterizos, aunque puede que los inversores deban ser pacientes y conocer antes algunos de los aspectos únicos que conforman el mundo empresarial allí, así como los riesgos que entraña.

## Edad media: África frente a Mercados Desarrollados y el Mundo



Edad que divide la población en dos partes de idéntico tamaño; es decir, hay tantas personas con edades superiores a la media que personas con edades inferiores a la media.

Fuente: Naciones Unidas.

### Divergencias... y deuda

Estos son solo algunos de los países que estamos explorando de cara a nuestra incursión en 2016. Creemos que 2016 probablemente será otro año marcado por las divergencias de los mercados, y también de probables divergencias por lo que respecta a política monetaria global. A este respecto, conviene observar que aunque los inversores tal vez mantengan una actitud de ligera aversión al riesgo a comienzos de 2016 ante el posible entorno de subidas de tipos de interés en Estados Unidos, otros bancos centrales (incluidos los de China, Japón y Europa) mantienen su tónica expansiva y siguen inyectando liquidez a los mercados. Algunos mercados emergentes y fronterizos resistirán mejor que otros una posible subida de tipos estadounidenses, pero no creemos que desbaraten las razones que tenemos para invertir en ellos. Una cosa que muchos mercados fronterizos tienen a su favor es el bajo nivel de endeudamiento que registran tanto el sector privado como el público, algo que debería permitirles sortear los sobresaltos que puedan acontecer a lo largo del año.

*Los comentarios, las opiniones y los análisis presentados aquí tienen carácter meramente informativo, por lo que no deben interpretarse como un asesoramiento de inversión individual ni como una recomendación para invertir en un valor o adoptar cualquier estrategia de inversión. Debido a la celeridad con que pueden cambiar las condiciones económicas y de mercado, los comentarios, las opiniones y los análisis recogidos aquí son válidos sólo en la fecha de su publicación y pueden variar sin previo aviso. Este artículo no pretende ser un análisis completo de cada hecho relevante en relación con cualquier país, región, mercado, sector, inversión o estrategia.*

### **Información legal importante**

Todas las inversiones conllevan riesgos, incluida la posible pérdida de capital. La inversión en títulos extranjeros conlleva riesgos especiales, entre ellos el riesgo de fluctuaciones cambiarias, de inestabilidad económica y de acontecimientos políticos adversos. Las inversiones en mercados emergentes, de los cuales los mercados fronterizos constituyen un subgrupo, entrañan riesgos más altos relacionados con los mismos factores, aparte de los asociados a su tamaño relativamente pequeño, su menor liquidez y la falta de estructuras jurídicas, políticas, empresariales y sociales consolidadas para respaldar los mercados financieros. Debido a que estas estructuras suelen estar incluso menos desarrolladas en mercados fronterizos, así como a otros factores, entre ellos el mayor potencial de sufrir una volatilidad de precios extrema, la falta de liquidez, barreras al comercio y controles de cambio, los riesgos asociados a mercados emergentes se ven acentuados en mercados fronterizos. Los precios de las acciones experimentan fluctuaciones, a veces rápidas y drásticas, debido a factores que afectan a empresas concretas, industrias o sectores específicos, o condiciones de mercado generales.

[1] Fuente: MSCI. El MSCI Frontier Markets Index es un índice de capitalización bursátil ajustado por libre flotación que está diseñado para medir el rendimiento de las Bolsas de mercados fronterizos. Entre los integrantes figuran empresas de alta y mediana capitalización repartidas en 24 países: Argentina, Bahréin, Bangladesh, Bulgaria, Croacia, Estonia, Jordania, Kenia, Kuwait, Líbano, Lituania, Kazajstán, Isla Mauricio, Marruecos, Nigeria, Omán, Pakistán, Rumanía, Serbia, Eslovenia, Sri Lanka, Túnez, Ucrania y Vietnam.

[2] Fuente: Bloomberg LP, 2015. El IBC Index de la Bolsa de Valores de Caracas (Venezuela), también conocido como el Índice General, es un índice ponderado por capitalización compuesto por los 15 valores de capitalización más alta y más líquidos que cotizan en la Bolsa de Valores de Caracas. A 30 de diciembre de 2015, el índice se había revalorizado desde principios del año un 281%. Los índices no están gestionados y no puede invertirse directamente en ellos. Tampoco reflejan las comisiones, costes o gastos de suscripción. La rentabilidad pasada no es garantía de rendimientos futuros.

[3] Fuente: Bloomberg LP. El Argentina Merval Index, un índice ponderado por cestas, representa el valor de mercado de una cartera de valores seleccionada según la participación en la Bolsa de Valores de Buenos Aires, el número de operaciones celebradas en los últimos seis meses y el valor de cotización. A 30 de diciembre de 2015, el índice Merval se había revalorizado desde principios del año un 60%. Los índices no están gestionados y no puede invertirse directamente en ellos. Tampoco reflejan las comisiones, costes o gastos de suscripción. La rentabilidad pasada no es garantía de rendimientos futuros.

[4] Fuente: Banco Mundial, "Doing Business 2016."

[5] Fuente: Base de datos de World Economic Outlook del FMI, octubre 2015. No hay garantía de que las estimaciones o previsiones vayan a cumplirse.

[6] Fuente: CIA The World Factbook, estimación de junio 2015. No hay garantía de que las estimaciones o previsiones vayan a cumplirse.