

¿Son propensos al pánico los inversores extranjeros en los mercados emergentes?

Eduardo Borensztein y R. Gaston Gelos

Se ha culpado a los inversores extranjeros que operan en los mercados emergentes de desencadenar las recientes crisis financieras al vender precipitadamente sus inversiones. ¿En qué medida se produjo este “comportamiento gregario” y cuáles han sido las consecuencias?



Eduardo Borensztein, Jefe de la División de Asuntos Estratégicos del Departamento de Estudios del FMI.



R. Gaston Gelos, economista en la División de Ajuste Macroeconómico y Estructural del Departamento de Estudios del FMI.

LOS INVERSORES extranjeros fueron objeto de atención general al producirse la gran inestabilidad de los flujos internacionales de capital hacia las economías de mercado emergente en la década de los noventa. A menudo se culpa a estos inversores de los brotes de inestabilidad y las consiguientes crisis monetarias. Se ha señalado que los agentes del mercado desconocieron las condiciones económicas fundamentales de las economías emergentes y reaccionaron como “manada”, es decir, imitaron el comportamiento de otros inversores. Este tipo de comportamiento gregario (“de manada” o “de rebaño”), generalizado por parte de un grupo de inversores puede aumentar la inestabilidad y crear una situación de pánico que no guarda relación con las verdaderas condiciones económicas en los países de mercado emergente. En un estudio reciente (Borensztein y Gelos, 2000) realizamos un análisis empírico del problema del comportamiento gregario en relación con los fondos internacionales que invierten en los mercados bursátiles de esos países. Se determinó que, si bien en dichos países el comportamiento gregario es más frecuente que en otros mercados, probablemente ésta no sea la causa principal de la inestabilidad de los flujos internacionales de capital.

El comportamiento gregario puede ser una reacción totalmente racional desde el punto de vista de los inversores, considerados individualmente. Por ejemplo, un inversor puede tener ac-

ceso limitado a la información sobre el rendimiento de los activos y, por lo tanto, deberá informarse a través de las actividades de otros inversores. En ciertos casos, lo mejor que puede hacer un inversor poco informado es imitar el comportamiento de otros mejor informados. Del mismo modo, la compensación de los administradores de fondos podría estar vinculada a los resultados del fondo que administran en relación con los resultados obtenidos por otros fondos del mismo tipo. Esto podría alentarlos a evitar que los resultados de sus fondos sean muy inferiores a los obtenidos por los fondos que usan como punto de comparación, de modo que preferirían invertir en una cartera que nunca se diferencie demasiado de las carteras seleccionadas por esos fondos.

El comportamiento gregario puede ser a veces más aparente que real. Por ejemplo, los inversores extranjeros pueden crear la impresión de que actúan como manada si reaccionan simultáneamente frente a la misma información sobre los factores económicos fundamentales. Esta reacción acelera el proceso de ajuste de los precios pero no tiene un efecto desestabilizador. Sin embargo, en un mercado eficiente, el ajuste rápido de los precios debería producirse sin que tenga lugar una gran cantidad de transacciones efectivas. Cabe preguntarse, además, por qué razón los inversores internacionales tendrían una reacción diferente a la de los inversores nacionales frente a determinada información.

¿Qué indica la información disponible?

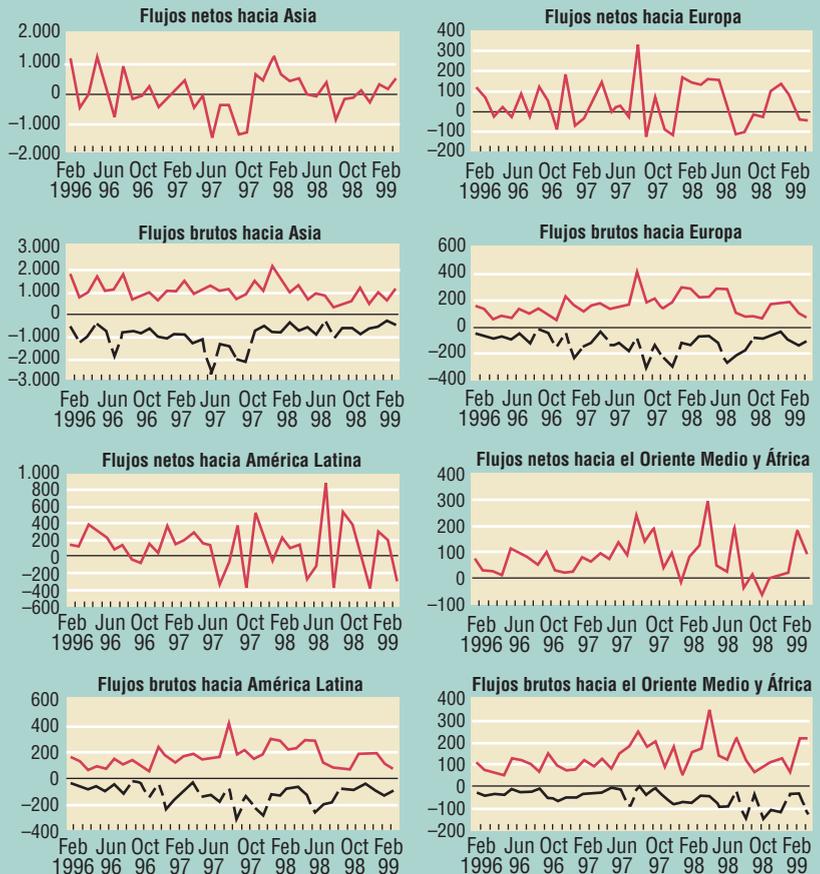
Es difícil evaluar sistemáticamente el comportamiento de los inversores extranjeros. La mayor parte de la información financiera disponible consiste en datos sobre precios y es difícil establecer una relación convincente entre las variaciones de precios y el comportamiento de determinados grupos de inversores. Además, es posible que el comportamiento gregario de los inversores internacionales no tenga un efecto inmediato sobre el precio de los activos, pero podría empeorar la situación de balanza de pagos de un país.

Se examinó el comportamiento de los inversores internacionales analizando una nueva base de datos recopilados por Emerging Market Funds Research, Inc., que contiene cifras mensuales de la cartera de unos 400 fondos de capital de inversión especializados en los mercados emergentes, correspondientes al período comprendido entre enero de 1996 y marzo de 1999. La base de datos cubre el 80% de los fondos especializados en mercados emergentes y —puesto que el valor neto agregado de los activos es superior a US\$100.000 millones— alrededor del 90% del valor de mercado del total de activos de esos fondos. El período, aunque relativamente breve, abarca importantes crisis financieras, lo cual permite examinar detenidamente cada una de ellas. Esta base de datos tiene también la ventaja de cubrir un tipo específico de inversor. Es lógico buscar indicios de comportamiento gregario en un subconjunto de inversores porque el mercado, en su totalidad, no puede moverse en la misma dirección: para cada vendedor debe haber un comprador.

Se examinaron, primero, las entradas y salidas brutas y netas de los mercados bursátiles emergentes en diferentes regiones. En el gráfico 1 se indican los flujos brutos y netos hacia los mercados emergentes de cuatro regiones importantes durante el período examinado. Los resultados demuestran que los fondos no siempre se mueven en la misma dirección: pueden producirse, al mismo tiempo, salidas y entradas importantes. Sin embargo, el gráfico parece indicar también una salida de fondos, en valores netos, precisamente antes de producirse las principales crisis o los períodos de turbulencia. En Asia se registraron importantes salidas netas a partir de junio de 1997. En Europa se observó una reducción sustancial de las entradas netas en julio de 1998, inmediatamente antes de la crisis de Rusia. En América Latina se produjo una considerable salida de fondos un mes antes de la devaluación de la moneda brasileña en enero de 1999.

En el gráfico 2 se indican con más detalle algunos casos importantes de turbulencia que reflejan estos datos; la devaluación en la República Checa en mayo de 1997, la crisis de junio de 1997 en Tailandia, el colapso del rublo ruso en agosto de 1998 y la flotación del real brasileño en enero de 1999. En general, los fondos mutuos incluidos en la muestra que operan en los mercados emergentes se retiraron de los países afectados durante el mes anterior a la crisis. (Curiosamente, el caso de Tailandia, cuya crisis fue atribuida por

Gráfico 1
Flujos brutos y netos, por región
(Millones de dólares de EE.UU.)



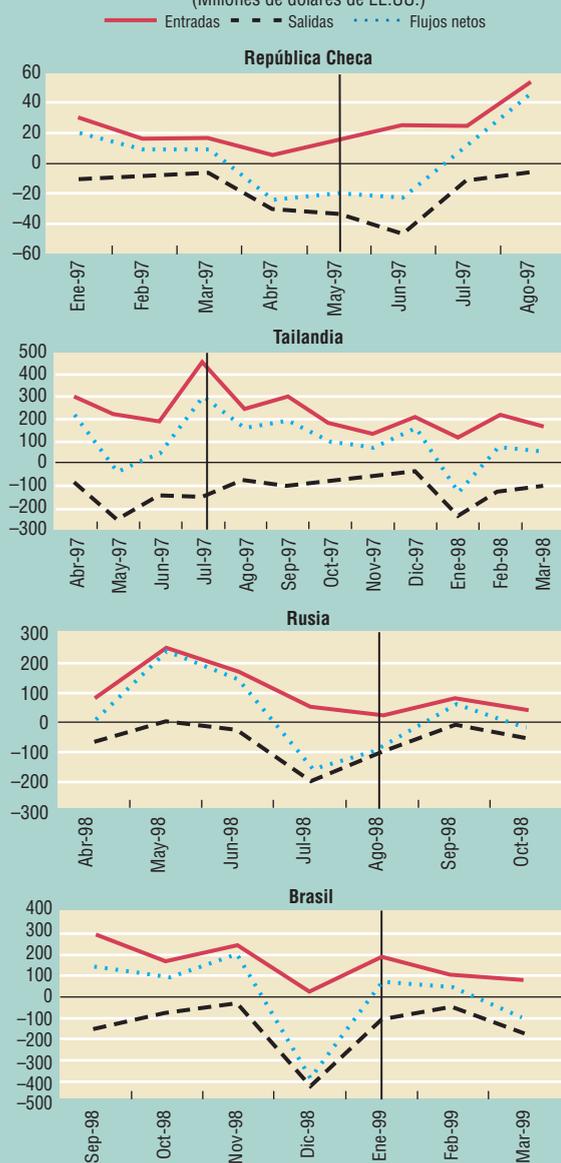
Fuente: Cálculos de los autores basados en datos de Emerging Market Funds Research, Inc.

muchos observadores al comportamiento de los inversores internacionales, fue la excepción.) El monto de las salidas netas registradas durante las crisis es, sin embargo, relativamente pequeño, dada la inestabilidad de estos flujos, e incluso menor si se considera un período más largo anterior a las crisis (por ejemplo, de seis meses).

Quizá más importante aun es que siguieron registrándose entradas relativamente cuantiosas durante períodos inmediatamente anteriores a las crisis, lo cual parece indicar que no todos los inversores extranjeros previeron estos acontecimientos. Los fondos, además, no retiraron capital indiscriminadamente de los mercados emergentes durante los períodos de turbulencia. Por ejemplo, si bien es cierto que, en total, los fondos retiraron importantes montos de capital de América Latina y Asia durante la crisis de Rusia, muchos de los fondos incluidos en la muestra que redujeron sus inversiones en Rusia las incrementaron en América Latina. Esto contradice un enfoque simplista del comportamiento de los fondos mutuos y parece indicar la necesidad de examinar más detenidamente su selección de cartera.

Una medida cuantitativa más sistemática del comportamiento gregario en los fondos mutuos confirma lo indicado en los gráficos 1 y 2. El índice del comportamiento gregario introducido originalmente por Lakonishok, Shleifer y Vishny (1992) permite determinar esencialmente con qué frecuencia los fondos mutuos terminan situándose al mismo lado del mercado en relación con lo

Gráfico 2
Entradas y salidas antes y después
de los períodos de crisis
(Millones de dólares de EE.UU.)



Fuente: Cálculos de los autores basados en datos de Emerging Market Funds Research, Inc.
Nota: Cifras basadas en una muestra de fondos que se mantuvieron activos durante todo el período. Las líneas verticales indican el período en el cual se abandonó el tipo de cambio fijo.

que cabría esperar si realizaran sus transacciones de manera independiente y aleatoria. Salvo una corrección de la tendencia, la medida supone que, de no haber un comportamiento gregario, el número de compradores y vendedores entre los fondos mutuos sería el mismo. Naturalmente, el cómputo de este índice sólo tiene sentido en el caso de un subconjunto del mercado pues, globalmente, es imposible que todos los inversores se unan a la manada y se sitúen al mismo lado del mercado.

Los resultados cuantitativos indican que el comportamiento gregario es estadísticamente significativo pero probablemente no tiene un efecto económico importante. La media global del índice de comportamiento de gregario es de 7,2%, lo cual significa que, en un

país determinado, el número de fondos mutuos que compraron o vendieron fue superior —en algo más del 7%— al número que habría podido preverse si hubieran actuado de manera independiente y aleatoria. Este número es aproximadamente equivalente al doble de los valores hallados en otros estudios de los inversores institucionales estadounidenses en el mercado de valores de Estados Unidos. Evidentemente esta cifra no es tan elevada como habría podido preverse si se hubiera estimado que los inversores internacionales fueran los principales causantes de la inestabilidad financiera internacional. El índice del comportamiento gregario es bastante estable en todas las regiones y a través del tiempo; además, si se consideran todos los países, el comportamiento gregario no parece aumentar durante las crisis. Se determinó, sin embargo, que existe una correlación positiva entre el comportamiento gregario y la inestabilidad de los mercados de valores en los distintos países. Es importante destacar también que, puesto que estamos examinando el comportamiento de los fondos de capital de inversión especializados en los mercados emergentes, solo podemos analizar el comportamiento gregario en lo que respecta a la entrada y salida de activos en los mercados emergentes en conjunto en un sentido limitado.

Un análisis de las diferencias de comportamiento por tipo de fondo y por país permite comprender mejor el fenómeno del comportamiento gregario. Por ejemplo, si para los administradores de fondos fuera más costoso adquirir información sobre los mercados pequeños que sobre los mercados importantes, el comportamiento gregario probablemente sería más frecuente en los mercados pequeños. Del mismo modo, cabría suponer que los fondos de inversión extraterritoriales —*offshore*— y los demás utilicen diferentes métodos de inversión pues los primeros están sujetos a menos restricciones regulatorias. Puesto que los fondos de inversiones “cerrados” (que en su emisión pública inicial emiten un número fijo de acciones) no están sujetos a cancelaciones por parte de sus inversores, los índices de comportamiento gregario en estos fondos deberían ser menores si dicho comportamiento fuera iniciado principalmente por particulares.

Los resultados empíricos confirman algunas de estas hipótesis, aunque no todas. Contrariamente a lo que se había supuesto, el comportamiento gregario es más frecuente en los mercados de valores más importantes que en los más pequeños. Esto parece indicar que dicho comportamiento no se produce porque los administradores de fondos mutuos tratan de evitar los costos fijos de la información que, en relación con el tamaño del mercado, son más bajos en los mercados más grandes. En cambio, los mercados ilíquidos podrían impedir a los administradores de fondos imitar el comportamiento de otros inversores en los mercados de valores más pequeños. En el caso de los fondos *offshore*, la tendencia a formar manadas es menos pronunciada que en el de otros fondos, mientras que en los grandes fondos internacionales dicho comportamiento no difiere en gran medida del observado en el promedio de todos los fondos. De acuerdo con nuestro argumento inicial, el comportamiento gregario es menos frecuente en el caso de los fondos de inversiones “cerrados”, lo cual parece indicar que, en cierta medida, la tendencia a actuar como una manada podría tener su origen en el comportamiento de los individuos que invierten en los fondos.

Líderes y seguidores

¿Quiénes son los “líderes” y quiénes los “seguidores” en el sector de los fondos mutuos? Los fondos incluidos en nuestra muestra cuentan con distintos niveles de competencia profesional, están sujetos a diversas limitaciones, y operan con distintas normas y metas. Estas diferencias podrían afectar la forma en que cada uno de ellos

reacciona con respecto a las transacciones de los otros. Podría pensarse, por ejemplo, que los fondos que operan en una región o un solo país están más familiarizados con la situación económica específica del país en que invierten y, por consiguiente, desempeñan una función prominente como factor determinante de las entradas y salidas de fondos en ese país. Del mismo modo, si la adquisición de datos sobre un país específico entraña costos fijos, los fondos más pequeños podrían encontrarse en desventaja frente a los más grandes, y ello podría inducirlos a adoptar las estrategias de estos últimos. Además, los fondos de inversiones abiertos podrían estar sujetos a cancelaciones por parte de inversores inquietos y verse forzados a reducir su “exposición” en determinados países antes que los fondos de inversiones cerrados. En los casos en que los fondos de inversiones abiertos son suficientemente importantes como para afectar la orientación del mercado, los fondos de inversiones cerrados podrían verse inducidos a seguirlos. Por consiguiente, es posible que unos pocos fondos sean los causantes, periódicamente, de entradas o salidas súbitas importantes en un país.

En nuestro estudio, los fondos se dividieron en cuatro categorías, cada una compuesta por dos tipos de fondo: fondos que operan en un solo país y fondos que operan en varios países; fondos mundiales e internacionales y fondos que operan en una región o un solo país; fondos grandes y fondos pequeños, y fondos de inversiones abiertos y fondos de inversiones cerrados. Luego se aplicó un procedimiento econométrico (autoregresión vectorial) para determinar la existencia de relaciones sistemáticas en la distribución cronológica de las transacciones por parte de los distintos grupos de inversores. Los resultados obtenidos al comparar los fondos que operan en una región o un solo país con los fondos mundiales e internacionales son coherentes con la transmisión de información en el mercado: las entradas o salidas correspondientes al primer tipo de fondo preceden los flujos correspondientes al segundo tipo en el mismo país. Los resultados indican también que los flujos de los fondos de inversiones abiertos preceden las inversiones de los fondos de inversiones cerrados, lo cual, a su vez, es consecuente con la tesis de que el comportamiento gregario tiene su origen en las acciones de los individuos que invierten en los fondos.

Estrategias comerciales

Otro tipo de comportamiento que no es consecuente con la situación económica subyacente de las empresas en las economías con mercado emergente se produce cuando los inversores adoptan estrategias de inversión basadas en la “retroalimentación positiva” o en el “momentum”. Esto entraña, básicamente, una tendencia a comprar acciones que en el pasado han obtenido buenos retornos y a vender las acciones con retornos previos negativos. Para verificar este comportamiento, se trató de determinar si existe una relación entre el índice de comportamiento gregario y los retornos registrados en el pasado. Si los fondos adoptan estrategias basadas en “momentum”, este comportamiento debería ser más pronunciado si los retornos del mes anterior han sido extremadamente bajos o altos. Por ejem-

“En cierta medida los gestores de los fondos siguen un comportamiento gregario, pero dicho comportamiento solo tiene un alcance moderado, demasiado limitado probablemente como para considerar que provoque el inicio de estampidas”.

plo, se producirá una manada orientada a la venta si los retornos registrados en un país durante el mes anterior han sido particularmente bajos. Se identificaron distintos índices del comportamiento gregario en cada país correspondientes a los meses en que la proporción de compradores fue claramente inferior o superior al promedio y se investigó la relación que existe entre estos índices y los resultados anteriores de cada uno de los mercados de valores. También se identificaron dos índices correspondientes al exceso de demanda y se examinó su relación con rendimientos anteriores.

En este caso los resultados también son variados. Si bien no existe una relación manifiesta entre los índices de comportamiento gregario y los retornos del mes anterior, los resultados parecen indicar que, en promedio, los fondos compraron acciones que en el pasado habían generado altos retornos. Si embargo, no se comprobó una intensificación de este comportamiento durante las crisis. En el caso de los fondos que operan en un solo país, el nivel de operaciones basadas en los retornos anteriores es al menos tan pronunciado como en el del resto de los fondos en su conjunto.

Los resultados, en general, demuestran que el comportamiento de los fondos de inversión de capital en los mercados emergentes es más complejo de lo que generalmente se cree. Es cierto que, en general, este tipo de inversor se retira de los mercados emergentes inmediatamente antes del comienzo de una crisis, y que los fondos que operan en una región o un solo país son los primeros en reaccionar. En cierta medida los gestores de los fondos siguen un comportamiento gregario, pero dicho comportamiento solo tiene

un alcance moderado, demasiado limitado probablemente como para considerar que provoque el inicio de estampidas. Igualmente, es evidente que los fondos adoptan estrategias desestabilizadoras basadas en retroalimentación positiva, es decir, compran acciones que han generado altos retornos y venden las acciones con retornos previos deficientes, pero solo en cierta medida. Curiosamente, ni el comportamiento gregario ni el comercio basado retroalimentación positiva son más pronunciados durante las crisis. No es posible demostrar, con la información disponible al menos, las acusaciones formuladas en contra de los fondos de capital de inversión especializados en los mercados emergentes: no parece apropiada la simple caracterización de estos fondos como “propensos al pánico”. **F&D**

Bibliografía:

Borensztein, Eduardo y R. Gaston Gelos, 2000, “A Panic-Prone Pack?: The Behavior of Emerging Market Mutual Funds,” *IMF Working Paper No. 00/198* (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Lakonishok, Josef, Andrei Shleifer y Robert W. Vishny, 1992, “The Impact of Institutional Trading on Stock Prices,” *Journal of Financial Economics*, vol. 32 (agosto), págs. 23–43.