

IMTrust

Gestión de inversiones | Finanzas corporativas | Mercado de capitales

WWW.IMTRUST.COM

Manejo de Inversiones en Mercados Emergentes

Matías Braun, Stgo Dic 2007

Contenidos

El Precio de los Activos Financieros

Valor Esperado de los Flujos

Tasa de Descuento

Liquidez

Otros

Implicancias para la Modelación

Conclusiones

El Precio de un Activo Financiero

El Precio de un Activo Financiero depende de:

El Valor Esperado de los Flujos de Caja que entregará en el Futuro

La Tasa a la cual se Descuentan dichos Flujos

La Liquidez del Activo

Otros

El Precio de un Activo Financiero

El Precio de un Activo Financiero depende de:

El Valor Esperado de los Flujos de Caja que entregará en el Futuro

- ▶ Los flujos efectivos que se generarán
- ▶ Las expectativas que se formen sobre dichos flujos futuros
- ▶ Flujos que el Inversionista reciba efectivamente

La Tasa a la cual se Descuentan dichos Flujos

- ▶ Correlación con variaciones del Portafolio Agregado
- ▶ Volatilidad Relativa a la del Portafolio Agregado
- ▶ Volatilidad del Portafolio Agregado
- ▶ Premio Exigido a los Activos Riesgosos

La Liquidez del Activo

- ▶ Posibilidad de Transferir el Activo
- ▶ Posibilidad de Financiar un Activo Ilíquido

Otros

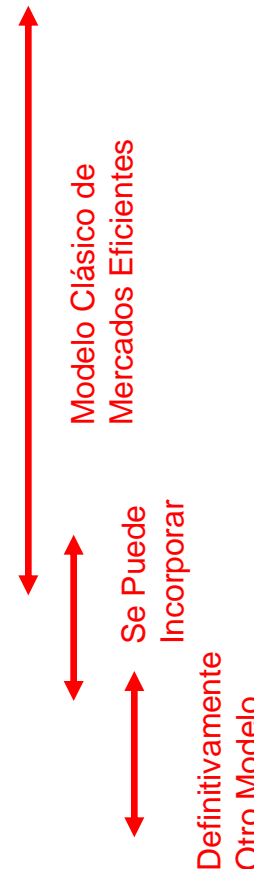
- ▶ Sesgos Sicológicos y Límites al Arbitraje

Idea

Los Mercados Desarrollados son Distintos de los Emergentes!!

Les Propongo

- Una Taxonomía (Muy) Simplificada de Mercados
- Conclusiones sobre Tipos de Modelos Relevantes



El Precio de un Activo Financiero - El Valor Esperado de los Flujos de Caja que entregará en el Futuro

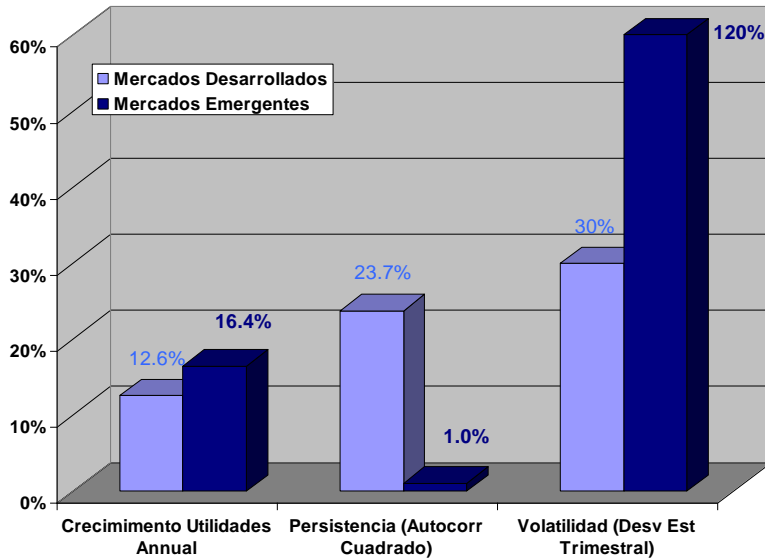
Mercados Desarrollados

Mercados Emergentes

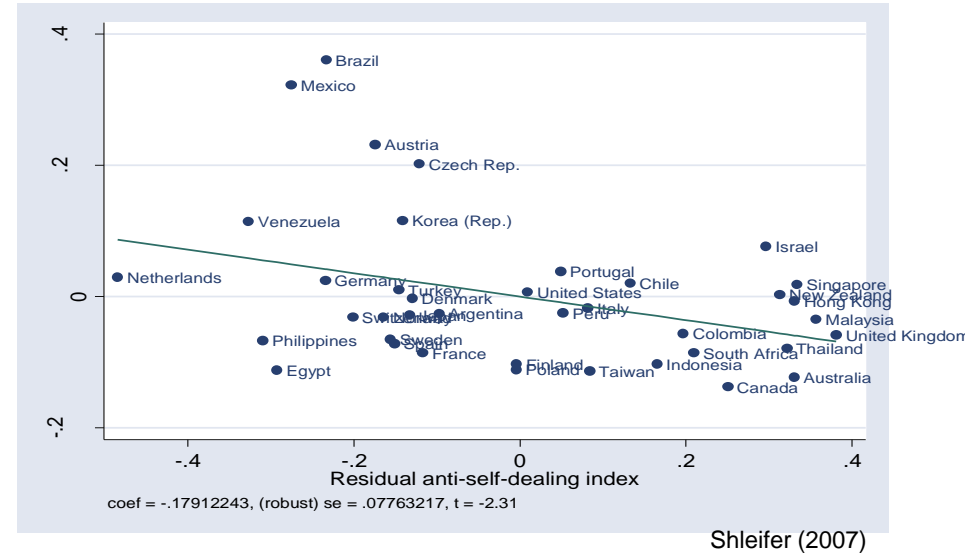
- | | | | |
|----|--|---|--|
| 1. | Flujos Efectivos que se Generarán | Moderado Crecimiento de Utilidades con Baja Volatilidad y Relativamente Alta Persistencia | Alto Crecimiento de Utilidades Volátil y Poco Persistente <ul style="list-style-type: none">▶ Alto Nivel, Alta Volatilidad y Baja Persistencia del Crecimiento Económico▶ Mayores Restricciones al Endeudamiento |
| 2. | Expectativas que se forman sobre dichos Flujos | Razonablemente Acertadas respecto de las Utilidades Efectivas | Pobres <ul style="list-style-type: none">▶ Utilidades Menos Predecibles (por lo anterior)▶ Menor Calidad de la Información Base (Disclosure)▶ Menores Incentivos al Research por lo anterior y las Bajas Limitaciones al Uso de Información Privada |
| 3. | Flujos que el Inversionista Reciba Efectivamente | Pueden ser Aproximados Razonablemente con la Caja Generada por las Firmas | No Necesariamente Reflejan en su Totalidad los Flujos de Caja en la Firma <ul style="list-style-type: none">▶ Problemas de Agencia entre Inversionistas▶ Bajo Nivel de Dividendos▶ Mercado de Firmas poco Desarrollado / Alta Concentración de Propiedad |

El Precio de un Activo Financiero - El Valor Esperado de los Flujos de Caja que entregará en el Futuro

Utilidades



Utilidades que Recibe el Inv. Minoritario



Estimaciones (Expectativas) de Utilidades

Pais	Porcentaje de empresas con seguimiento	Error absoluto medio		
		Utilidades	Inflación (YoY)	Producción Industrial (YoY)
ARGENTINA	16.0%	40.1%	2.4%	8.0%
BRASIL	81.0%	8.0%	0.9%	1.2%
CHILE	32.5%	12.9%	1.7%	1.3%
MEXICO	91.4%	13.9%	0.5%	1.1%
PERU	0.0%	n/a	2.3%	n/a
EEUU	96.7%	2.3%*	1.2%	0.6%

* EEUU: Chang, Khanna y Palepu (2000)

El Precio de un Activo Financiero – La Tasa a la cual se Descuentan dichos Flujos

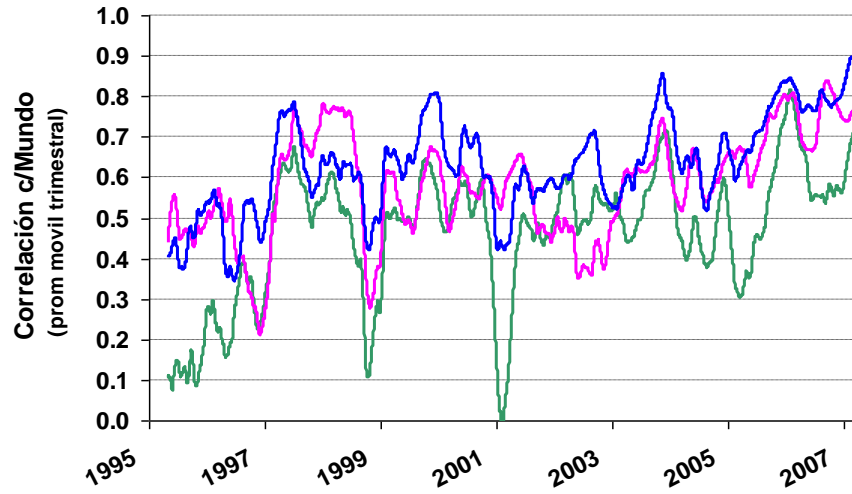
Mercados Desarrollados

Mercados Emergentes

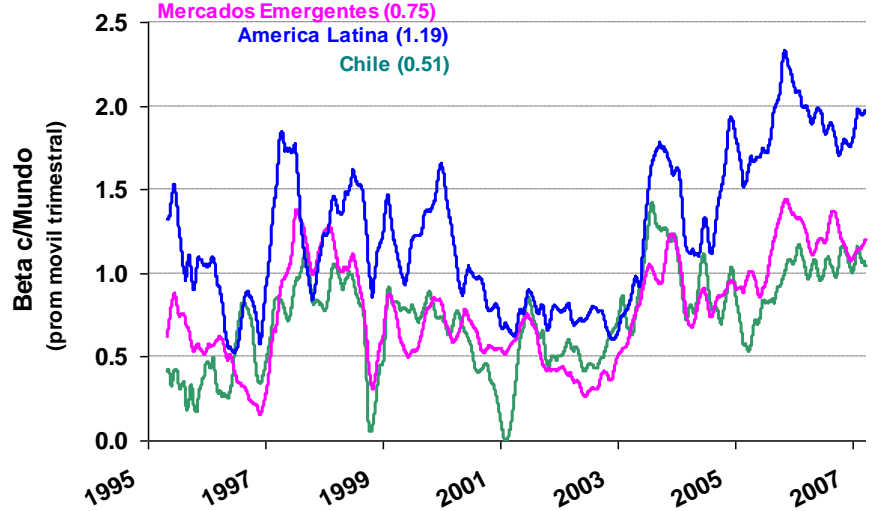
- | | | | |
|----|---|--|---|
| 1. | Correlación con Variaciones del Portafolio Agregado | Alta y Estable | Relativamente Baja, pero Aumentando Rápidamente <ul style="list-style-type: none">▶ Mayor Integración Económica▶ Mayor Integración de los Mercados Financieros |
| 2. | Volatilidad Relativa al Portafolio Agregado | Baja | Alta, Aproximadamente el Doble de la de Mercados Desarrollados |
| 3. | Volatilidad de Portafolio Agregado | Estable | |
| 4. | Premio Exigido a los Activos Riesgosos | A la Baja, 6%-7%. Aún Bastante Mayor a lo Esperable. Esto Favorece a los Mercados Emergentes por su Mayor Riesgo | |

El Precio de un Activo Financiero – La Tasa a la cual se Descuentan dichos Flujos

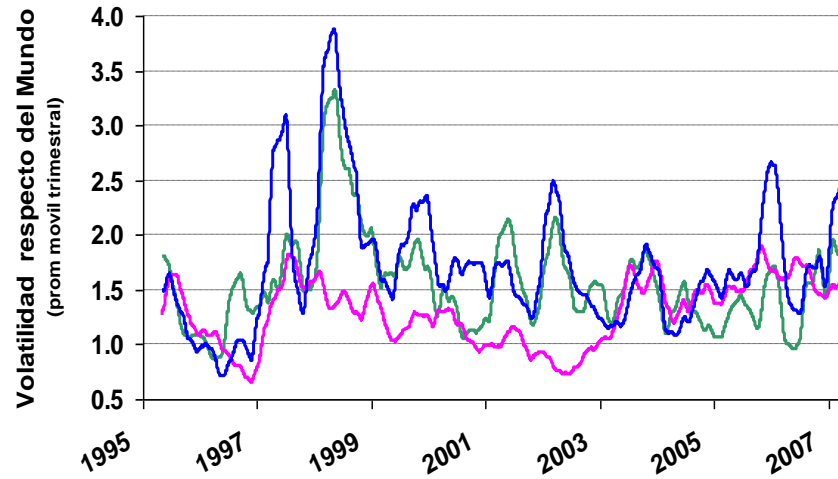
Correlación



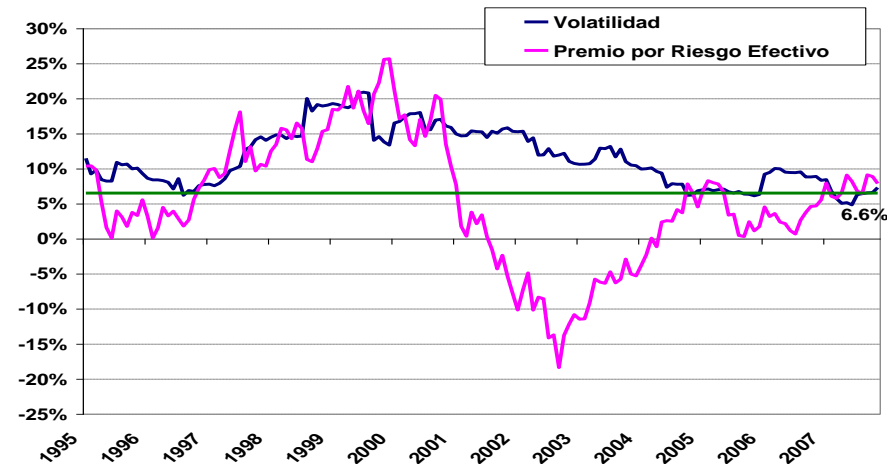
Beta (Cantidad de Riesgo)



Volatilidad



Volatilidad Agregada y Premio por Riesgo



El Precio de un Activo Financiero – La Liquidez del Activo

Mercados Desarrollados

Mercados Emergentes

1. Posibilidad de Transferir el Activo Alta
2. Posibilidad de Financiar un Activo Ilíquido Alta, Bajo Costo

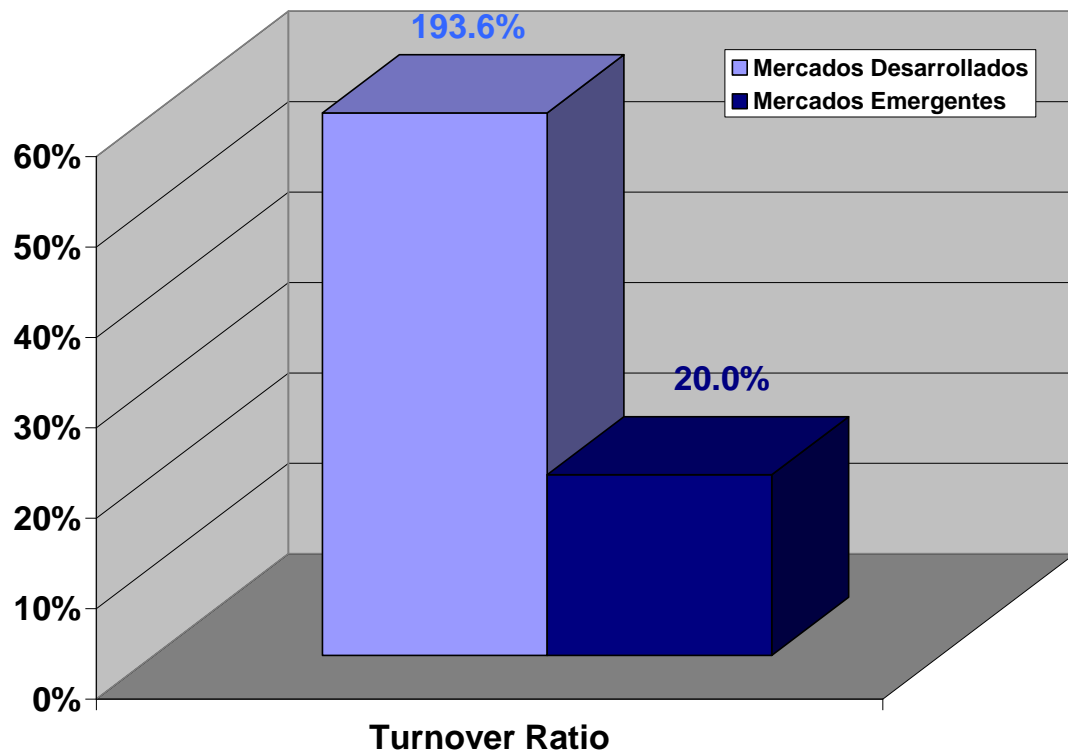
Baja

► Mercados Poco Líquidos. Transacciones Escasas y Pequeñas para la mayor parte de los activos

Baja, Alto Costo

► Escaso Desarrollo de Mercado de Derivados y Financiamiento de Activos

El Precio de un Activo Financiero – La Liquidez del Activo



Tiempo que demora en
Transarse el Capital
Completo de la Firma

Merc. Des.: 6 meses
Merc. Emerg.: 5 años

El Precio de un Activo Financiero – Otros: Sesgos Sicológicos y Límites al Arbitraje

Mercados Desarrollados

Mercados Emergentes

1. Sesgos Sicológicos

Similares

Similares

2. Límites al Arbitraje

Relativamente Poco Importantes (aunque más importantes de lo que normalmente se piensa)

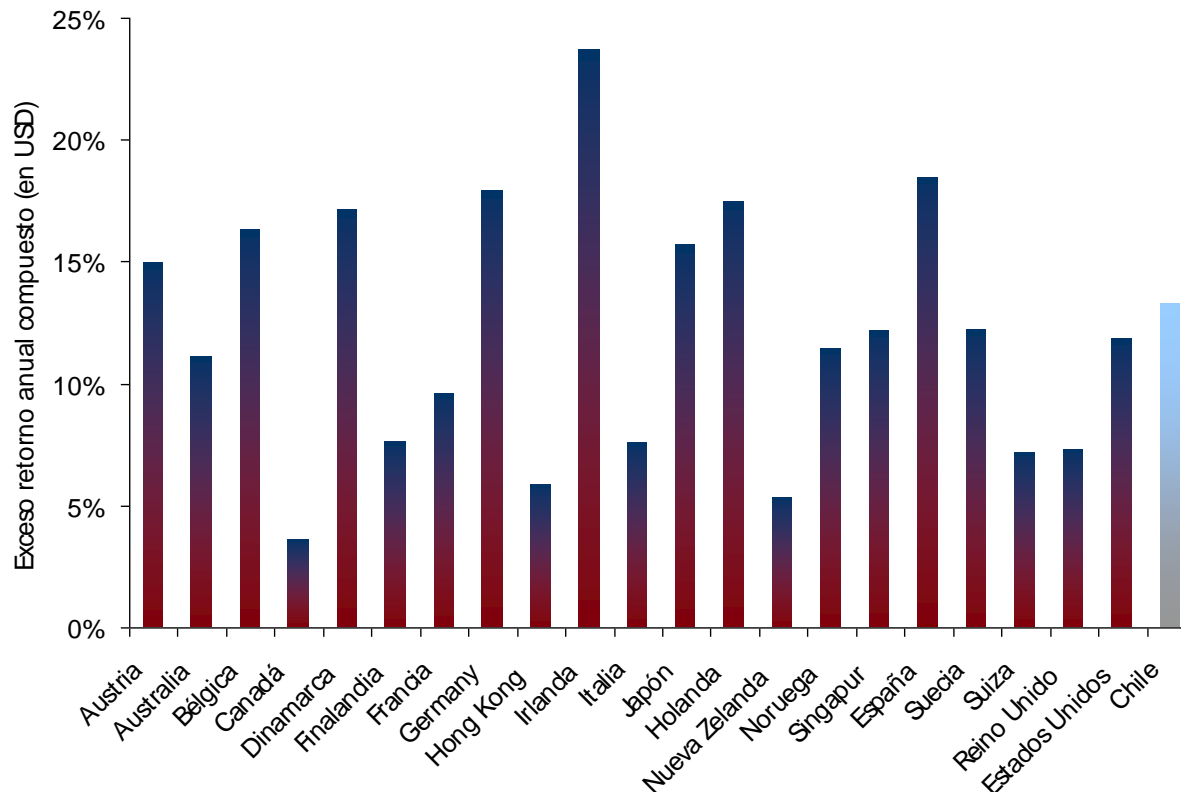
Más Importantes

- ▶ Alto Costo de Tomar Posiciones Cortas
- ▶ Bajo Desarrollo del Mercado de Derivados
- ▶ Mayores Restricciones al Endeudamiento
- ▶ Pero, Mercados Bastante Pequeños y Relativamente Integrados. Condiciones Locales no Necesariamente Relevantes.

El Precio de un Activo Financiero – Otros: Sesgos Sicológicos y Límites al Arbitraje

Estrategia Value-Momentum para Acciones de Baja Capitalización

Exceso de retorno sobre el benchmark*



Manifestaciones de Sesgos Sicológicos y Límites al Arbitraje Similares en Chile vs. Mercados Desarrollados

Los Modelos Tradicionales de Mercados Desarrollados usados en la Industria No son los más Adecuados para los Mercados Emergentes - **Ejemplo: Razón Precio-Utilidad**

Valor de un Activo: Suma de Utilidades Futuras Esperadas Descontadas.

Si la tasa de crecimiento de las utilidades y la tasa de descuento son constantes, esto se puede simplificar en:

$P = U_1 / (r-g)$ ó, lo que es lo mismo, la

Razón Precio-Utilidad: $P/U_1 = 1 / (r-g)$

Regla: P/U Alta \Rightarrow Activo Caro \Rightarrow Compra

P/U Baja \Rightarrow Activo Barato \Rightarrow Vende

Los Modelos Tradicionales de Mercados Desarrollados usados en la Industria No son los más Adecuados para los Mercados Emergentes - Ejemplo: Razón Precio-Utilidad

Razón Precio-Utilidad: $P/U_1 = 1 / (r-g)$

Pero esto sólo es cierto si:

- ▶ Crecimiento de las Utilidades es Constante
 - ▶ No sólo g es muy volátil y poco persistente en Mercados Emergentes
 - ▶ Además, la proyección de las Utilidades futuras es de Baja Calidad
 - ▶ Y las Utilidades pueden ni siquiera llegar al Inversionista
- ▶ Tasa de Descuento es Constante
 - ▶ Bastante más volátil en MMEE
 - ▶ Aumentando rápidamente en el Tiempo

Además, es Relevante sólo si:

- ▶ Parte Importante de las Rentabilidades Proviene del Crecimiento de las Utilidades

▶ El 17.6% de crecimiento de las Utilidades en esperado para los próximos 12 meses en MMEE, fue muy negativa y mucho más positivo en el pasado. Y dice poco respecto del futuro crecimiento. El 11.3% de MDES es mucho más informativo.

▶ La razón P/U aún controlando por diferencias en Crecimiento de Utilidades es muy Volátil y va aumentando en el Tiempo. El que la P/U sea hoy mayor o menor que en el pasado dice poco.

▶ Si bien en EEUU 2/3 de las rentabilidades se relacionan al crecimiento de las utilidades, sólo 1/3 de éstas viene de las utilidades. Enfocarse sólo en utilidades en MMEE hace poco sentido

Conclusiones

Los Mercados Desarrollados no sólo se distinguen de los Emergentes en cuanto a su Tamaño.

Los Mercados Emergentes proveen Oportunidades de Inversión Muy Interesantes (alto Crecimiento de Utilidades).

Pero son más Riesgosos, No es Claro que las Utilidades Llegarán al Inversionista y son Difíciles de Estimar, y No son Precisamente Líquidos.

Definitivamente Valen La Pena

... Pero hay que estar Bien Equipados para Aprovecharlos!!

Los Modelos Tradicionales de Mercados Desarrollados deben Adaptarse.

IMTrust

Gestión de inversiones | Finanzas corporativas | Mercado de capitales

WWW.IMTRUST.COM