

**“ANÁLISIS DE LOS POSIBLES IMPACTOS DE UNA
RECLASIFICACIÓN DE MSCI PERÚ DE MERCADO
EMERGENTE A FRONTERA Y PROPUESTAS PARA
REDUCIR LA PROBABILIDAD QUE SUCEDA”**

Documento elaborado para la Bolsa de Valores de Lima

Autores

Alonso Segura Vasi

(Pontificia Universidad Católica del Perú)

Julio Villavicencio Vásquez

(Pontificia Universidad Católica del Perú)

Lima, 2019

Tabla de contenido

RESUMEN EJECUTIVO	04
PARTE I: Efectos de la Reclasificación	09
Introducción	09
La Literatura sobre Impacto de Reclasificación	11
Criterios de Clasificación MSCI	16
Perú: historia de tentativas de reclasificación	19
Probabilidad de reclasificación de Perú a Frontera	23
Mitigación de los riesgos de reclasificación	25
Modelo y Definición de Hipótesis	30
Metodología	35
Resultados: Experiencia Internacional	36
Jordania – Downgrade	38
Argentina-Downgrade	40
Lecciones de la muestra total	41
Resultados: Perú 2015 en adelante	43
Efectos de la consulta sobre reclasificación de Perú 2015 y situación actual.	43
¿Cuánto más se podría impactar el MSCI Perú por incorporación de una mayor probabilidad de ser Frontera?	51
Simulación impacto en múltiplos de una incorporación mayor de la prima por riesgo frontera.	52
Impacto en Flujos	54
Más allá de los múltiplos de las acciones: efectos sobre variables macroeconómicas.	55
Más allá de los múltiplos de las acciones: efectos sobre variables microeconómicas.	58

PARTE II. Problemas en la estructura de mercado peruano y oportunidades de mejora	59
Problema estructural de la liquidez y profundidad del mercado: concentración del flotante	61
Afianzamiento de acciones candidatas para ser suplentes para MSCI	64
Problema en la estructura del mercado de capitales: excesiva importancia de los créditos	66
Migración a otras bolsas y retos en la integración de la Alianza del Pacífico	68
Pocos Incentivos para fomentar la liquidez de la propia acción en el mercado de valores locales	73
Compromiso con el Buen Gobierno Corporativo	74
Desarrollo de los préstamos de valores y las ventas en corto	77
Quick Wins y oportunidades de mejora sugeridas por MSCI	79
Recuadro. Lecciones del desarrollo del mercado de bonos peruano: la importancia del compromiso de todos los agentes de mercado	81
Conclusiones	85
Bibliografía	91
Anexos	94

Resumen ejecutivo

El 25 de junio de 2019 en el informe de reclasificación de MSCI (Results of the MSCI 2019 Market Classification Review) se advirtió que si el índice peruano perdía uno de sus tres componentes (número mínimo requerido) se publicaría una consulta para reclasificar MSCI Perú desde el estatus de Mercado Emergente hacia Mercado Frontera. El presente estudio tiene dos partes. La primera busca estimar los posibles impactos de una reclasificación del índice MSCI Perú desde emergente a frontera. La segunda parte se plantea propuestas para mejorar el mercado de valores peruano lo que, como consecuencia, ayudaría a minimizar el riesgo de una reclasificación.

Si nos guiamos solo por los números, la probabilidad de un downgrade del índice MSCI Perú es baja en el corto plazo en la medida que los tres componentes actuales sobrepasan los requerimientos exigidos. No obstante, los riesgos de mediano plazo son elevados: (1) la posibilidad que algún componente actual pase a MSCI EE.UU. (ejemplo, tentativa 2015 sobre Southern Copper), al tiempo que no contamos con acciones suplentes en el mercado local; y (2) que los cambios que viene impulsando las autoridades peruanas y la Bolsa de Valores de Lima (BVL) para mejorar la liquidez y la estructura de mercado no obtengan los resultados esperados.

Debido al alto riesgo comentado es necesario evaluar cuál podría ser el impacto de un potencial downgrade. Teóricamente el principal canal de transmisión de una reclasificación es la incorporación de una prima por riesgo frontera dentro del costo de capital de las empresas, lo que reduciría sus precios y su múltiplo de equilibrio. La literatura coincide en que existen efectos negativos grandes en el corto plazo; sin embargo, no hay consenso en los efectos de largo plazo.

Por ello, recurrimos a un análisis más profundo de una muestra de países que cambiaron de estatus emergente a frontera. En específico revisamos principalmente los casos de Argentina y Jordania, los que al igual que la literatura sugieren fuertes impactos de corto plazo, pero

que se van diluyendo en el tiempo (2-4 meses), persistiendo impactos de largo plazo considerablemente menores.

Si bien el índice peruano no llegó a ser reclasificado, tratamos de entender cuánto del evento de la consulta de 2015 se ha incorporado en los precios a través de la prima por riesgo frontera, pues la evidencia estudiada muestra que mientras más sorpresivo sea el evento mayor será su impacto.

Nuestra conclusión es que desde 2015 hubo un “efecto despertar” de los inversionistas que llevó a una incorporación parcial del riesgo frontera en los precios, lo que reduce el impacto que pueda tener una potencial reclasificación en el largo plazo. Es decir, parte del daño ya está hecho. El documento incluye una simulación de los potenciales impactos de una mayor incorporación del riesgo frontera en el nivel del múltiplo. No obstante, en el corto plazo el choque puede ser relevante. Estimamos que solo por fondos pasivos emergentes podrían salir USD 1.9 mil millones (no hay información pública sobre fondos activos), que sería contrarrestado solo parcialmente por el flujo de fondos pasivos que siguen al MSCI Frontera. La acción más afectada dentro del índice MSCI Perú sería Credicorp por representar cerca del 70% del índice. Adicionalmente, encontramos que la incorporación del factor prima de mercado frontera es menor en las acciones que se negocian localmente por lo que los efectos podrían ser mayores en estos casos. Este efecto negativo podría ser contrarrestado en las empresas locales más líquidas que formen parte del índice MSCI Frontera, lo que les permitiría atraer un nuevo flujo de inversionistas, aunque probablemente menor al existente previamente, dadas las magnitudes relativas de ambos índices.

Finalmente, se evaluaron los impactos potenciales en el resto de las variables locales, más allá del precio y el múltiplo de las acciones. Para ello, tomamos el riesgo país por ser uno de los más importantes. El resultado fue que mientras que el índice MSCI Perú ha ido incorporando gradualmente la prima por el riesgo de convertirse en frontera, el riesgo país ha seguido una tendencia decreciente. Aparentemente los inversionistas separan correctamente unos buenos fundamentos macroeconómicos (principalmente asociados a la estabilidad fiscal y la mayor capacidad de crecimiento sostenido) de una estructura del mercado de acciones que no permite elevar su liquidez. La otra variable que podría ser candidata a afectarse por la salida de flujos en el corto plazo es el tipo de cambio. No obstante, en la práctica es difícil tener una buena aproximación de lo que podrían ser los flujos de salida de extranjeros. De otro lado, los inversionistas foráneos suelen exponerse

a Perú mediante las tres acciones que componen el índice MSCI y en el mercado local el porcentaje de foráneos invertidos en renta variable está cerca de sus mínimos, aunque aún representan más de un tercio del total. A nivel microeconómico sí vemos un efecto riqueza negativo relevante para los fondos y agentes que invierten en acciones locales, de haber una desvalorización de las acciones de empresas locales.

Los fondos de pensiones serían los más afectados, dado su tamaño. Según información del BCRP de los S/. 165,911 millones manejados por los fondos de pensiones, cerca de S/. 19 mil millones (11%) están invertidos en acciones de empresas locales.

En la segunda parte del documento nos centramos en identificar los problemas que pueden estar afectando el rol de la bolsa de valores local y con ello generar bajos niveles de liquidez y profundidad de mercado, para luego apuntar algunas recomendaciones para una profundización futura, en los casos que se estimen factibles. Nos centramos en el desarrollo de la bolsa porque la experiencia internacional y local muestra que los cambios de MSCI son el resultado de una tendencia del mercado de valores y no al revés. Esto no implica, como veremos en la primera parte de este informe, que el MSCI no pueda generar un “efecto despertar” en los inversionistas.

El primer problema que se abordó es el de una estructura de mercado que por construcción genera un bajo nivel de liquidez. Por el lado de la oferta, solo el 36% de la capitalización de mercado de las principales acciones locales se mantiene como flotante libre, mientras por el lado de la demanda, los fondos de pensiones mantienen alrededor del 60% de dicho flotante. Esto se agrava debido a que estos inversionistas no pueden rotar de manera relevante sus acciones locales, porque por su tamaño podrían generar un impacto en el mercado. Se propone desconcentrar el flotante mediante la delegación gradual y parcial de acciones poco líquidas a fondos especializados.

El segundo punto es la necesidad de afianzar las cuatro acciones que se encuentran cercanas a los requisitos exigidos por MSCI: Ferreycorp, Inretail, Alicorp y Volcan. Si bien la BVL ha impulsado creadores de mercado para estos títulos con el objetivo de fomentar su liquidez, es necesario aumentar el número de estos creadores y dotarlos de un saldo suficiente que les permita poner puntas de compra y venta en el mercado secundario. Una vez dotados de un saldo adecuado de acciones

disponibles, se podría diseñar un mecanismo similar al que existe en los bonos soberanos que aliente la competencia entre los creadores de mercados por fomentar la liquidez.

El involucramiento de estas cuatro empresas en este proyecto es clave para el éxito del mismo.

El tercer problema es la excesiva importancia de los créditos en el financiamiento de las empresas. Lo que se encuentra en la evidencia empírica es que, en algunos casos, el sistema bancario es clave para el mercado de capitales, pero un tamaño excesivamente grande puede inhibir su desarrollo. Se propone generar los incentivos necesarios para promover el desarrollo de fondos de inversión especializados.

El cuarto problema es el hecho de que las empresas que llegan a tener tamaño grande pueden migrar a bolsas más líquidas como la de Nueva York, en búsqueda de un mayor liquidez y un menor costo de negociación de acciones. Una forma de evitarlo es darle escala a la bolsa local mediante procesos de integración con otros países, como puede ser MILA. No obstante, en la revisión que hacemos explicamos por qué esta iniciativa, más que una integración de mercado ha sido solo una interconexión de los mismos. Finalmente, resaltamos el caso del bloque WAEMU¹ que en 2016 logró una mejora en su clasificación como grupo por parte de MSCI.² Si el mercado integrado no es una solución para aumentar la escala para la negociación de las acciones locales, entonces es preciso redefinir los roles de la BVL y de las sociedades agentes de bolsa. El mercado centralizado desde nuestro punto de vista debe liderar el desarrollo de nuevos emisores y la consolidación de empresas pequeñas y medianas en el mercado de valores. Al ser acciones de menor tamaño y en proceso de consolidación es esperable que ofrezcan retornos con primas que ubiquen sus retornos esperados por encima de las acciones más grandes o que cotizan en Nueva York. La formación de fondos dedicados será clave en esta función.

¹ Conformado por Benín, Burkina Faso, Costa de Marfil, Guinea-Bissau, Mali, Niger, Senegal y Togo. Buscan una integración "real" de tarifas y mercados.

² A diferencia del MILA, WAEMU es una unión aduanera y monetaria, lo cual reduce costos de transacción a los inversionistas, empezando por aquéllos derivados de costos y riesgos derivados del tipo de cambio.

Esta nueva bolsa debería atraer inversionistas foráneos y locales en busca de inversiones con alto retorno en un mundo de tasas bajas, pero sin las restricciones que implica el mercado de private equity.

En quinto lugar, revisamos la situación actual del mercado de valores donde existe un alto número de emisores listados, pero solo un porcentaje minoritario de ellos realiza transacciones con una mínima frecuencia y volumen. En la búsqueda por identificar los incentivos que generan esta situación encontramos los beneficios tributarios de participar en un mecanismo centralizado de negociación. Respecto de ello, proponemos considerar si debiera agregarse algún requisito mínimo de transaccionabilidad, adicionalmente a listarse en un mecanismo centralizado, para mantener los beneficios tributarios, a fin de remover esta distorsión.

En sexto lugar, se enfatizó la necesidad de pasar a un esquema que comprometa con más firmeza a las empresas listadas en la BVL para cumplir con prácticas de buen gobierno corporativo. Si bien la Superintendencia del Mercado de Valores ha avanzado en esta línea, no puede obligar al cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo, por lo cual sería necesario evaluar una ley que obligue a lograr un estándar alto en esta materia para empresas listadas, que permita proteger a los minoristas, brindar información a los analistas que permita atraer capitales locales y extranjeros, lo que redundará en una mayor y mejor fuente de financiamiento para las empresas que lo logren. También sería importante alinear las normas sobre regulados de la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV) y la Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs (SBS).

En séptimo lugar, se analizó la experiencia de préstamos de valores y ventas en corto, subrayando la necesidad que en este tipo de proyectos se consideren inversionistas extranjeros debido a que estos tienen el volumen para negociar con los inversionistas locales grandes (AFPs) y la experiencia de efectuar este tipo de operaciones.

Finalmente, se abordaron los Quick Wins sugeridos por MSCI en sus diferentes informes los cuales apuntan principalmente al desarrollo de un DVP “real”, la posibilidad de contar con cuentas ómnibus, aumentar la competencia de los brokers y equiparar el idioma inglés al español en los flujos de información y en los documentos regulatorios.

PARTE I:

Efectos de la Reclasificación^{3, 4}

Introducción

Desde 2011 la liquidez del mercado de valores peruano se mantenía en niveles muy bajos y con una tendencia decreciente. Iniciativas para cambiar la estructura de mercado prevaleciente, como la creación del Mercado Alternativo de Valores (MAV), eran aún muy recientes (se crea el 2013), y su impacto no se concibió como inmediato. Esta situación detonó para agosto de 2015 una consulta del proveedor de índices MSCI, proponiendo la reclasificación del índice peruano de Mercado Emergente a Mercado Frontera. La razón principal era que la bolsa del país ya no cumplía con el tamaño y liquidez requeridos para mantener el estatus emergente y la tendencia decreciente de la liquidez no mostraba mejora. Más aún, solo tres acciones (condición mínima) cumplían con los criterios de inversión aplicables a mercados emergentes: Credicorp, Southern Copper y Buenaventura. La situación se complicaba más porque MSCI también consultaba en ese mismo documento la posibilidad que Southern Copper pase del índice peruano al de EE.UU., con lo que potencialmente nos podríamos quedar con solo dos acciones cumpliendo los criterios de liquidez, es decir, por debajo del criterio mínimo requerido. El efecto inmediato fue una desvalorización importante de las acciones peruanas.

³ El estudio se centra en el proveedor de índices MSCI por ser el único sobre el que se tuvo acceso a información. Sin embargo, este es el proveedor de índices más relevante, al tener más de USD 14 billones de activos tomando a sus índices como referencia, de los que USD 1.8 billones son de mercados emergentes.

⁴ Los autores agradecen la excelente asistencia de Yehns Peláez en la elaboración de este documento. Asimismo, agradecemos los comentarios de los miembros de la BVL, SBS, SMV y AFPs que participaron en las diferentes presentaciones de este documento. Obviamente cualquier error es responsabilidad exclusiva de los autores.

Afortunadamente en el anuncio final MSCI decidió mantener a Perú dentro del índice emergente, ante los esfuerzos de las autoridades peruanas y la BVL para buscar mejorar la liquidez del mercado de acciones mediante diferentes iniciativas como fueron las exoneraciones impositivas a las ganancias de capital, reducción de los costos de negociación para los creadores de mercado, nuevas regulaciones para mejorar los préstamos de valores y las ventas en corto, entre otros.

No obstante, los temores volvieron este año cuando el 25 de junio de 2019 en el informe de reclasificación el MSCI (Results of the MSCI 2019 Market Classification Review) lanzó como advertencia que si el índice peruano perdía uno de sus tres componentes (número mínimo requerido) se publicaría una consulta para reclasificar MSCI Perú desde el estatus de Mercado Emergente hacia Mercado Frontera. Por esta razón, es importante evaluar cuál puede ser el impacto de una reclasificación para el mercado peruano.

Para cumplir con este objetivo, primero revisaremos la literatura existente sobre el impacto de una reclasificación. En segundo lugar, buscaremos aproximarnos a qué podría suceder con las acciones peruanas de darse una reclasificación. Para esta segunda parte primero revisaremos los criterios utilizados por MSCI para definir si un país pertenece al índice desarrollado, emergente o frontera. Con estos criterios y los números de tamaño y liquidez de las acciones peruanas evaluaremos la probabilidad de una reclasificación del índice peruano y evaluaremos formas de mitigar dicha probabilidad. Luego para entender los canales de transmisión mediante los cuales una reclasificación desvaloriza las acciones desarrollaremos un modelo. Este modelo nos servirá también para evaluar empíricamente que sucedió en casos de reclasificación similares de otros países y poder extraer lecciones. Posteriormente, entraremos a evaluar que podría suceder en Perú mediante el desarrollo de diferentes métricas que nos permitan tener una aproximación a las consecuencias del evento. Finalmente, se evaluará otros canales de transmisión hacia variables peruanas que podrían verse afectadas por una reclasificación.

La Literatura sobre Impacto de Reclasificación

La literatura sobre los efectos de cambio en los índices de acciones en los retornos y volúmenes negociados es extensa para países desarrollados, en especial para el índice S&P de EE.UU. y en su mayoría siguen la metodología de estudio de eventos. No obstante, los estudios no son concluyentes sobre el efecto final de largo plazo de los cambios en los índices. Por un lado, tenemos la "hipótesis de curva de demanda decreciente de acciones" de Shleifer (1986) que plantea que la inclusión (eliminación) de una acción y la subsecuente compra (venta) por parte de los fondos pasivos (indexados a su referencia) resultará en un aumento (caída) en el precio de las acciones. De otro lado está la "hipótesis de presión de precios" de Harris y Gurel (1985) que sugiere que los cambios en los índices no tienen un impacto permanente en los precios. Más recientemente Chen y otros (2004) proponen la "hipótesis del inversor consciente" (awareness hypothesis) que, basado en el modelo de información incompleta de Merton (1987), sugiere que una acción agregada al S&P500 aumenta la consciencia del inversionista sobre dicha acción y reduce el costo sombra, por lo que el precio de la acción aumenta. No obstante, no habría un efecto permanente en el caso de la eliminación de una acción pues la consciencia del inversionista sobre dicha acción no desaparece de inmediato, con lo que tendríamos una asimetría en los efectos.

Respecto al índice MSCI global, Rajesh Chakrabarti, Huang, Jayaraman y Lee (2005) encuentran que la inclusión de una acción en el índice genera un aumento anormal de precios entre el día del anuncio y el de ejecución, para luego revertir parcialmente después de esta última fecha. Los volúmenes negociados aumentan significativamente y permanecen en niveles altos. Por su parte las acciones eliminadas enfrentan una caída en sus precios. Así sus resultados respaldan la hipótesis de curva de demanda decreciente de acciones, aunque encuentran alguna evidencia de la hipótesis de presión de precios.

Es esperable que el resultado para países emergentes sea diferente en la medida que no se cumplen los requisitos asociados con la hipótesis de eficiencia: existe menor información e investigación sobre las empresas de esta región, la liquidez es escasa y los tamaños son menores.

Además, en varios casos las políticas de los gobiernos respecto a la apertura de sus mercados o a la libre movilidad de capitales pueden convertirse en una restricción para la inversión de extranjeros. Por estas razones, el efecto del inversor consciente puede ser más relevante.

Desafortunadamente, la literatura académica no es abundante en el caso emergente. Burcu Hacibedel & Jos Van Bommel (2007) hacen un estudio de la inclusión o retiro de empresas en el índice MSCI Emergente, donde encuentran evidencia de impacto en precios positivo (negativo) y permanente por la inclusión (exclusión). Los autores atribuyen este resultado al “efecto radar” (Merton 1987), el cual sugiere que las acciones mientras más visibles atraen más inversores (distantes) por lo que requiere menores retornos esperados⁵.

⁵En un trabajo más reciente y específico a las acciones del índice de Taiwan, Chung-Wen Hung y ChengYi Shiu (2016) también encuentran que los retornos anormales son significativamente positivos (negativos) para las adiciones (exclusiones). El efecto positivo dura por 60 días luego de la ejecución, mientras que el negativo hasta 40 días. Este efecto asimétrico también lo encuentran para el volumen.

Destacan el hecho de que los inversionistas extranjeros son los ganadores, a costa de los individuos, en las adiciones y solo tienen pequeñas pérdidas en las eliminaciones de acciones.

Por su parte, Saidi, N., A. Prasad, and V. Naik (2012) analiza solo los efectos de una mejora en la clasificación en países, pero se enfoca en un número pequeño de naciones pertenecientes a Medio Oriente y solo analiza el caso positivo de una reclasificación (para nuestros fines necesitamos evaluar también los efectos de una reclasificación negativa). Los resultados muestran un impacto positivo el día del anuncio, pero negativo el día en que se ejecuta la reclasificación. Los autores sugieren que este resultado es consistente con la sobrereacción generada por los inversores especuladores, quienes ejercen presión sobre los precios antes de la ejecución de la reclasificación. De otro lado, de manera más discursiva sugieren que las reclasificaciones no son relevantes en la medida que son una confirmación de los cambios en los fundamentos de los mercados. Por ello, lo relevante para los autores es enfocarse en las reformas políticas económica y financieras.

Terence C. Burnham, Gakidis y Wurgler (2017) es, hasta donde hemos encontrado, el primer trabajo sistemático sobre cambios de clasificación de países pertenecientes a mercados emergentes, tomando como referencia el MSCI por ser este índice el más relevante para este grupo de países. Los autores encuentran que en promedio los mercados reclasificados sobrereaccionan entre el anuncio y el día en que se hace efectivo el cambio, pero luego el efecto en precios se revierte en un año. Estadísticamente no pueden descartar que la reversión sea total. Tampoco encuentran cambios significativos en la liquidez. No obstante, el trabajo no analiza la fecha de consulta porque consideran que no tiene implicancia clara de inversión para la mayor parte de los replicadores de índices. Adicionalmente, no corrige los retornos a-

normales por primas relevantes como las de frontera o emergente. Estas omisiones, como veremos más adelante, no les permitirá a los autores entender si el hecho de no encontrar evidencia de efecto permanente es porque efectivamente no existe o si los mercados se adelantan a imponer o retirar las primas, dado que la información de la estructura de mercado y de los fundamentos del país con la que se efectúa la reclasificación es pública, por lo que solo se estarían quedando con el efecto de corto plazo.

Finalmente, Hung-Ling Chen, Cheng-Yi Shiu, y Hui-Shan Wei (2019) en una muestra que incluye países desarrollados y en desarrollo dentro del índice MSCI encuentran que las adiciones tienen efectos anormales positivos, que persisten por más de 60 días luego de la fecha en que se ejecuta el cambio. Por su parte, las eliminaciones tienen efectos negativos significativos desde el anuncio hasta un día después de la implementación, para luego disiparse rápidamente y revertirse dentro de los 60 días que siguen a la ejecución. Lo interesante de este trabajo es la asimetría encontrada entre las inclusiones y las eliminaciones del índice, lo que es consistente con la “hipótesis del inversionista consciente” (awareness hypothesis) encontrado por Chen y otros (2004) para S&P500. Para nuestros fines, los autores encuentran que esta hipótesis es más importante para emergentes. Asimismo, el efecto de los cambios en el índice MSCI es mayor en los últimos años, lo cual es atribuido al aumento de los inversionistas pasivos.

De la literatura revisada encontramos dos problemas prácticos que necesitamos superar en éste estudio para poder extraer lecciones útiles para Perú. La primera es identificar cuánto del impacto de la reclasificación ya está incorporado en los precios, pues puede darse el caso que no se encuentre efecto porque los inversionistas

ya se habían posicionado con anticipación (aunque sea parcialmente). En segundo lugar, es preciso tomar en cuenta no solo la fecha de anuncio y ejecución, sino también el momento de la consulta. Ello, porque la consulta puede hacer “despertar” al inversionista sobre el posible cambio de estatus de un país, pues a pesar que la información sobre los fundamentos del mercado es pública los agentes podrían no incorporarla en los precios. Adicionalmente, esto nos ayudará resolver la direccionalidad que los trabajos sobre emergentes no aclaran empíricamente: el MSCI cambia los fundamentos o los fundamentos detonan al MSCI. Esto es particularmente importante porque si se da el segundo caso es probable que no se encuentre impacto anormal estadísticamente significativo.

Cuadro 1.0. Estructura de Clasificación de Mercado MSCI

Resumen: Literatura sobre Reclasificación de MSCI a países emergentes

Papers sobre EM	Impacto	Región
Burcu Hacibedel & Jos Van Bommel (2007)	Si hay impacto permanente (nivel acciones EM)	EM
Saidi, N., A. Prasad, and V. Naik (2012)	Impacto solo transitorio	EM
Terence C. Burnham, Gakidis y Wurgler (2017)	Reversión en un año	EM
Hung-Ling Chen, Cheng-Yi Shiu, y Hui-Shan Wei (2019)	Se revierte en el tiempo	EM+DM

Fuente: MSCI Global Market Accessibility Review, Junio 2019. Disponible en: https://www.msci.com/documents/1296102/1330218/MSCI_Market_Accessibility_Review_Country_Comparison_2019.pdf/142b5a29-e385-2922-4f79-8d6f4a04a467

Criterios de Clasificación MSCI

Existen varios proveedores de índices (MSCI, S&P, FTSE y Dow Jones) cuyos criterios de clasificación difieren. En esta investigación nos centramos sólo en el MSCI por ser el único del que se nos dio acceso a información. Este proveedor se base en tres criterios generales: (a) desarrollo económico; (b) tamaño y liquidez; y (c) accesibilidad al mercado. Para ser clasificado como emergente MSCI exige principalmente dos de ellos: accesibilidad de mercado (apertura a inversión extranjera, facilidad de entrada y salida de capital, eficiencia del marco operacional, disponibilidad de instrumentos de inversión y estabilidad del marco institucional) y cumplimiento de los requerimientos mínimos de tamaño y liquidez. Para medir la liquidez MSCI utiliza el Annualized Traded Value Ratio (ATVR) que es una métrica que considera volumen negociado relativo al flotante libre ajustado, controlando por el número de días negociados y los valores extremos mediante el cálculo de medianas. Finalmente, cabe señalar que MSCI busca reflejar las visiones y prácticas de la comunidad de inversionistas internacionales, a quienes consulta al momento de evaluar la reclasificación de un país.

En el Cuadro 1.1 se encuentra la estructura de clasificación utilizada por MSCI, así como los criterios mínimos para ser considerado país desarrollado, emergentes o frontera según el MSCI Global Investable Market Indexes Methodology de junio de 2019. Los países que no están clasificados dentro de estos tres grupos se les conoce como standalone.

Cuadro 1.1. Estructura de Clasificación de Mercado MSCI

Criterio	Frontera	Emergente	Desarrollado
A Desarrollo económico			
A.1 Sostenibilidad del Desarrollo económico	No se requiere	No se requiere	GNI per-cápita del país por encima del umbral de ingresos altos del Banco Mundial durante 3 años consecutivos.
B Requerimientos de Tamaño y Liquidez			
B.1 Número de compañías que reúnan los siguientes criterios	2	3	5
Criterio de tamaño de la compañía (full market cap)**	USD 776 mm	USD 1,551 mm	USD 3,102 mm
Tamaño del activo (float market cap)**	USD 61 mm	USD 776 mm	USD 1,551 mm
Liquidez del activo	2.5% ATVR	15% ATVR	20% ATVR
C Criterio de accesibilidad al mercado			
C.1 Apertura a inversiones extranjeras	Al menos algunos	Significante	Muy Alto
C.2 Facilidad de entradas/salidas de capital	Al menos parcial	Significante Bueno	Muy Alto
C.3 Eficiencia del marco de operaciones	Modesto	y testeable Alto	Muy Alto
C.4 Disponibilidad del Instrumento de Inversión	Alto	Modesto	Sin restricciones
C.5 Estabilidad del marco institucional	Modesto		Muy Alto

* Umbral alto de ingresos para 2018: GINI per capita de USD 12,056 (Banco Mundial, Método Atlas)

** Mínimo en uso para la Revisión Semi-Anual de índices Mayo 2019, actualizado sobre una base semianual.

Fuente: MSCI Global Investable Market Indexes Methodology de junio de 2019

<https://www.msci.com/index/methodology/latest/GIMI>

En el Cuadro 1.2 se encuentran los criterios de accesibilidad evaluados por MSCI aplicados a países de la región emergente de América y Europa, Medio Oriente y África (EMEA), según el MSCI Global Market

	Americas						EM EA							
	Argentina	Brazil	Chile	Colombia	Mexico	Perú	República Checa	Egipto	Grecia	Hungría	Polonia	Qatar	Rusia	
Apertura a capital extranjero														
Requerimiento de calificación del inversor	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++	
Nivel de límite de propiedad extranjera (FOL)	++	+	++	++	-/?	++	++	+	++	++	++	-/?	++	
Nivel de sala extranjera	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++	
Igualdad de derechos para los inversores extranjeros	+	-/?	+	+	-/?	+	+	+	++	+	+	+	+	
Facilidad de entrada / salida de capital														
Nivel de restricción de flujo de capital	++	++	+	+	++	++	++	+	++	++	++	++	++	
Nivel de liberalización del mercado de divisas	+	-/?	+	-/?	++	++	++	-/?	++	++	++	++	+	
Eficiencia del marco operativo														
Entrada al mercado														
Registro de inversores y configuración de cuentas	+	-/?	-/?	-/?	+	+	+	+	++	++	++	+	-/?	
Organización del mercado														
Regulación del mercado	+	+	+	+	++	+	+	+	++	+	+	++	+	
Flujo de información	+	+	+	+	+	+	+	+	++	+	+	++	-/?	
Infraestructura de mercado														
Compensación y liquidación	-/?	-/?	++	+	++	-/?	+	+	+	++	+	+	-/?	
Custodia	++	++	++	+	++	++	++	++	++	++	++	+	++	
Registro / Depósitos	++	++	++	++	++	++	++	++	++	+	+	++	+	
Trading	+	++	++	+	++	+	++	+	++	++	++	++	+	
Transferibilidad	+	+	-/?	-/?	++	+	++	-/?	-/?	++	+	-/?	++	
Préstamo de acciones	-/?	++	-/?	+	++	-/?	+	-/?	-/?	+	+	+	-/?	
Venta en corto	-/?	++	-/?	+	+	-/?	+	-/?	-/?	+	+	-/?	-/?	
Disponibilidad de instrumentos de inversión	-/?	-/?	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++	
Estabilidad del marco institucional	-/?	+	++	-/?	+	+	++	-/?	++	++	++	+	-/?	

++ Sin problemas: + Sin problemas relevantes: -/? Mejoras necesarias / medidas a ser evaluadas

++ Sin problemas; + Sin problemas relevantes; -/? Mejoras necesarias / medidas a ser evaluadas

Fuente: MSCI Global Market Accessibility Review, Junio 2019. Disponible en: https://www.msci.com/documents/1296102/1330218/MSCI_Market_Accessibility_Review_Country_Comparison_2019.pdf/142b5a29-e385-2922-4f79-8d6f4a04a467

De revisar el Cuadro 1.2, se puede concluir que, si bien el Perú tiene una buena evaluación en términos absolutos y relativos, existen tareas pendientes en los criterios de accesibilidad. En la Parte II del estudio repasaremos en detalle cada uno de los criterios de accesibilidad donde MSCI ve oportunidades de mejora, los que se pueden resumir en: (1) un mejor flujo de información, en particular el uso del idioma inglés para brindar información al mercado tanto de lado de las empresas como del regulador; (2) mejoras en la liquidación y compensación mediante la disponibilidad de cuentas ómnibus y la mejora del DVP; aumento de competencia de brokers para reducir los costos de negociación y así aumentar los volúmenes; (3) la necesidad de una utilización extendida de los préstamos de valores y las ventas en corto, clave para el aumento de la liquidez y profundidad de mercado⁷.

⁶ Documento disponible en: https://www.msci.com/documents/1296102/1330218/MSCI_Global_Market_Accessibility_Review_June_2019.pdf/511b8357-58a5-4992-3774-47f60baa1505

⁷ Idem (MSCI Global Market Accessibility Review, Junio 2019)

Perú: historia de tentativas de reclasificación

En agosto de 2015 MSCI abre una consulta proponiendo la reclasificación del índice peruano de Mercado Emergente a Mercado Frontera. La razón principal era que la bolsa del país ya no cumplía con el tamaño y liquidez requeridos para mantener el estatus emergente y la tendencia decreciente de la liquidez no mostraba mejora. Más aún, solo tres acciones (condición mínima) cumplían con los criterios de inversión aplicables a mercados emergentes: Credicorp, Southern Copper y Buenaventura. La situación se complicaba más porque MSCI también consultaba en ese mismo documento la posibilidad que Southern Copper pase del índice peruano al de EE.UU.⁸, con lo que potencialmente nos podríamos quedar con solo dos acciones cumpliendo los criterios de liquidez, es decir, por debajo del criterio mínimo requerido.

Un mes después, el 30 de septiembre de 2015, MSCI decide mantener a Perú como emergente y posterga su revisión para junio 2016 donde reiteraría su decisión de no cambiar el estatus de Perú, luego de la implementación de una estrategia público-privada, que incluyó una serie de medidas propuestas por el Ministerio de Economía y Finanzas al Congreso de la República, y otras adoptadas por la BVL y Cavali. La estrategia incluyó además diversos road shows informativos a inversionistas y fondos, varios de los cuales iban a votar al momento de la decisión de la consulta, así como una agenda de trabajo continuo con MSCI.

⁸ Southern Copper venía siendo clasificada dentro de MSCI Perú por razones históricas y de continuidad, ya que su predecesora Southern Peru tenía la mayor parte de sus operaciones en Perú y estaba asociada por eso a dicho mercado. No obstante, para la fecha de Consulta la empresa ya estaba listada en EE.UU..

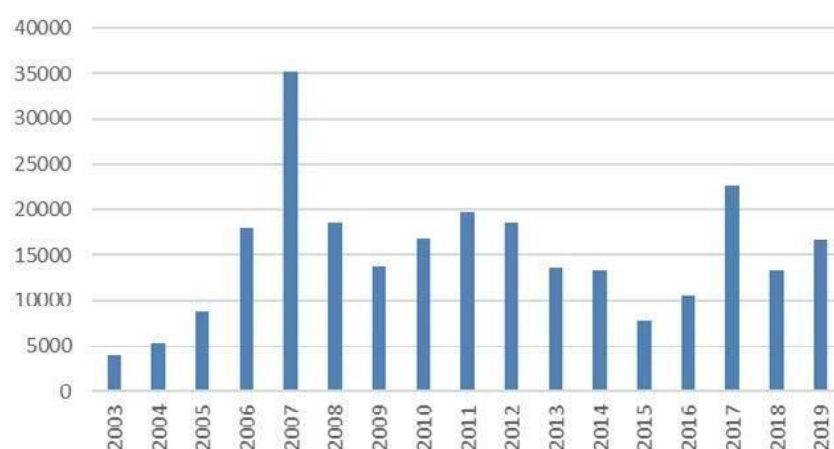
En su decisión, sin embargo, MSCI destaca que cualquier reducción en el número de acciones invertibles detonaría la reclasificación de Perú en cualquier punto del tiempo. Lo positivo es que MSCI reconocía los esfuerzos de las autoridades peruanas y la BVL para mejorar la liquidez del mercado de acciones mediante las diferentes iniciativas como fueron: la implementación de las exoneraciones impositivas a las ganancias de capital, la reducción de los costos de negociación para los creadores de mercado, las nuevas regulaciones para mejorar el préstamo de valores y la ventas en corto, las nuevas regulaciones para permitir el desarrollo de REITs en el mercado y la nueva plataforma de trading que permite una liquidación más temprana para préstamo de valores y negociación algorítmica. No obstante, MSCI también reconocía que dichas iniciativas se encontraban en su fase inicial y tendrían un impacto medible avanzado el tiempo, por lo que harían una nueva evaluación más adelante. Finalmente, sentenciaban en el documento que si las autoridades peruanas y la BVL fallaban en revertir la tendencia decreciente de la liquidez se podría generar una reclasificación. Es importante mencionar, que para la fecha del anuncio de reclasificación de Perú en junio 2016, ya se había anunciado, en mayo, que Southern Copper permanecería en el índice peruano.

En mayo de 2017 dos compañías más, Volcan y Graña y Montero, fueron incluidas en MSCI's Global Small Cap index⁹ (empresas con una capitalización bursátil entre USD300 millones y USD2 mil millones). Esto incrementaba el número de acciones invertibles en los índices MSCI de tres a cinco (aunque el índice MSCI Perú seguía manteniendo tres componentes). Esto fue destacado positivamente en los mercados financieros e incluso por el Fondo Monetario Internacional en su Artículo IV de 2018.

⁹ Ver https://app2.msci.com/eqb/gimi/smallcap/MSCI_May17_SCPublicList.pdf

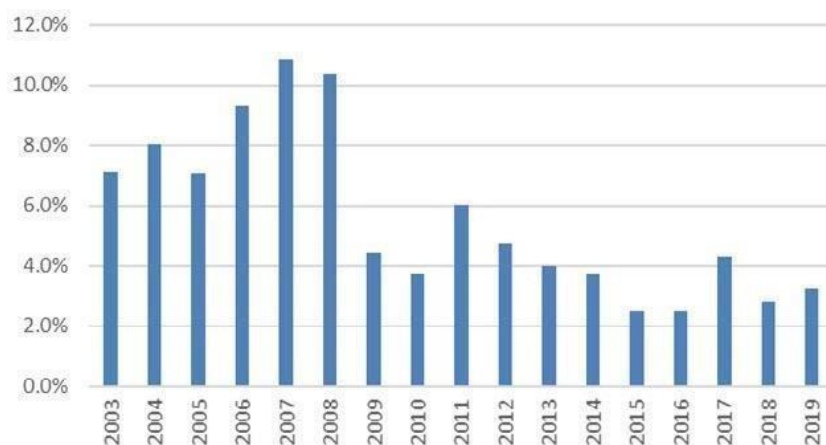
En el Gráfico 1.1 se muestra como la liquidez, medida como volúmenes negociados, ha venido recuperándose desde 2015. No obstante, gran parte de esta recuperación ha sido gracias a la subida del precio de las acciones. Para limpiar este efecto, en el Gráfico 1.2. usaremos la rotación de acciones, medido como la ratio entre volumen negociado y la capitalización bursátil. Utilizando este indicador observamos que la recuperación es menos marcada. Bajo cualquier métrica, sin embargo, es evidente que se logró revertir la tendencia decreciente de la liquidez que el MSCI mencionaba como uno de los criterios claves que decidirían el cambio de estatus de Perú.

Gráfico 1.1. Volumen Negociado Promedio



Fuente: se toma el promedio de la data mensual de volumen negociado de renta variable según BCRP y se multiplica por 12 para anualizar. Fecha de corte: mayo de 2019.

Gráfico 1.2. Rotación de Acciones (Volumen sobre Capitalización de Mercado)



Fuente: se toma el promedio de la data mensual de volumen negociado de renta variable según BCRP y se multiplica por 12 para anualizar. Luego se divide por la capitalización bursátil. Fecha de corte: mayo de 2019.

En 2019 el riesgo de pasar a frontera se incrementó en la comunidad de inversionistas cuando el 13 de mayo MSCI decide retirar a Volcan del índice MSCI Small Cap¹⁰, al tiempo que Graña y Montero ya no formaba parte de los índices. Esta decisión no ha sido aislada pues FTSE ya había retirado en febrero a Volcan de sus índices FTSE Mid Cap, FTSE All World y FTSE All Cap. Más aún, en junio de 2019 FTSE había reclasificado a Credicorp de Perú a EE.UU.. Estas noticias han sido parcialmente contrarrestadas con el anuncio de Intercorp Financial Services Inc. (IFS) de realizar una Oferta Pública Inicial (OPI) en la Bolsa de Nueva York de aproximadamente 9 millones de acciones comunes, lo que le daría más flotante a esa acción y por tanto aumentará su liquidez, aunque no la de la bolsa local porque los inversionistas podrían comprarla fuera¹¹, donde es menos costoso hacerlo.

¹⁰ Ver https://app2.msci.com/eqb/gimi/smallcap/MSCI_May19_SCPublicList.pdf

¹¹ El listado fuera de acciones como Credicorp, Buenaventura y Southern llevó a que la mayor parte de la liquidez termine en Nueva York. <http://semanaeconomica.com/article/mercados-y-finanzas/mercado-de-valores/366527-bvl-en-riesgo-de-seguir-perdiendo-liquidez/>.

Probabilidad de reclasificación de Perú a Frontera

El 25 de Junio de 2019 en el informe de reclasificación de MSCI (Results of the MSCI 2019 Market Classification Review), se advierte que si el índice peruano perdía uno de sus tres componentes (número mínimo requerido) se publicaría una consulta para reclasificar MSCI Perú desde el estatus de Mercado Emergente hacia Mercado Frontera. En principio, la probabilidad que esto suceda parece baja en el corto plazo a la luz de los indicadores de los tres componentes actuales. Como vimos en secciones anteriores, MSCI requiere principalmente tres criterios: una liquidez medida por ATVR de 15%, una capitalización de mercado de USD 1,551 millones y un flotante libre de USD 776 millones. Como se puede ver en el cuadro 2.1. las tres acciones que componen el MSCI Perú sobrepasan holgadamente los requisitos mínimos.

Cuadro 2.1.: Criterios MSCI y Acciones Peruanas

Criterios	Métrica	Requisito MSCI	Buenaventura	Credicorp	Southern Copper
Liquidez	ATVR	15%	142%	78%	268%
Tamaño	Capitalización de Mercado	1,551	4,229	18,258	30,033
Tamaño	Flotante Libre	776	3,595	15,519	3,304

Fuente: Elaboración propia.

No obstante, los riesgos son dos. Por un lado, está en la posibilidad que MSCI decida pasar algunas de las tres acciones que componen el índice peruano al índice de EE.UU., como se propuso en la consulta de 2015 con Southern Copper. En ese momento por un tema de continuidad del índice e historia se decidió dejar a la acción como parte del MSCI Perú, quedando el riesgo de que en el futuro esta situación pueda cambiar. En línea con lo anterior, el otro precedente que aumenta el riesgo de reclasificación es la decisión de FTSE, el otro proveedor de índices, para pasar a Credicorp desde el índice peruano al de EE.UU., algo difícil de entender dado que las operaciones de este grupo financiero se encuentran casi en su totalidad en Perú. El segundo riesgo es que los cambios que vienen impulsando las autoridades peruanas y la BVL para mejorar la liquidez y la estructura de mercado no obtengan los resultados esperados¹².

¹² Adicionalmente la reciente OPI de Intercorp Financial Services (IFS) puede significar una acción candidata a entrar en los índices si la nueva emisión puede generar el flotante necesario para darle el nivel de liquidez requerido por los proveedores de índice.

Mitigación de los riesgos de reclasificación

El riesgo que alguna de las tres acciones que constituyen el índice Perú pasen al índice de EE.UU. se puede mitigar teniendo más acciones invertibles en los índices MSCI de acuerdo a lo establecido en el MSCI Global Investable Market Indexes Methodology de junio de 2019:

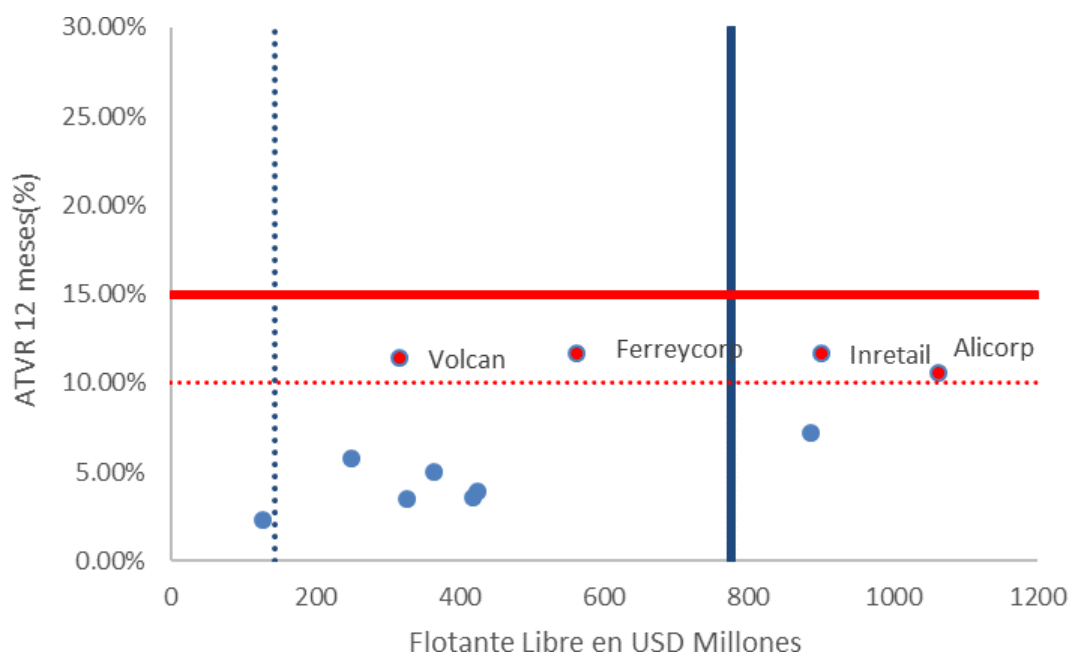
“If after the application of the index construction methodology, a Standard Index contains less than five securities in a Developed Market or three securities in an Emerging Market, then the largest securities by free float-adjusted market capitalization among the securities included in the Market Investable Equity Universe are added to the Standard Index in order to reach five constituents in that Developed Market or three in that Emerging Market¹³.”

Desafortunadamente con la salida de Volcan de los índices MSCI Small Cap en mayo, Perú quedó sin acción suplente dentro de los índices. Ante esta situación lo que queda es focalizar los esfuerzos en las acciones que están más cerca de cumplir con los requisitos que le permitirían ser parte de los índices MSCI. En el siguiente gráfico hemos ordenado las empresas de índice Selectivo de Perú por los criterios flotante libre y ATVR 12 meses con corte en junio de 2019, excluyendo Credicorp, Buenaventura y Southern Copper con el fin de que el gráfico permita focalizarse en los potenciales candidatos. Adicionalmente, la línea vertical punteada azul marca el límite mínimo para ser candidatos a small caps

¹³ Ver página 32 de <https://www.msci.com/index/methodology/latest/GIMI>

(USD 145 millones), mientras que la línea vertical azul gruesa es el límite mínimo para ser candidato para la inclusión en el índice standard (USD 776 millones). De otro lado, la línea roja gruesa marca el límite de liquidez medida por ATVR requerida.

Gráfico 2.1.: ATVR 12 meses vs Flotante libre (USD Millones) de acciones del Índice Selectivo (sin Credicorp, Southern Copper y Buenaventura)



Fuente: Bolsa de Valores de Lima

La conclusión que podemos extraer del gráfico anterior es que acciones como Volcan y Ferreycorp son candidatos de fuerza para lograr ser incluido en los índices Small Cap, mientras que empresas como Alicorp e Inretail podrían incluso llegar al índice Standard. En todos los casos el requisito de flotante libre se cumple, la tarea está en el aumento de la liquidez, pues las cuatro acciones están por debajo del 15% de ATVR requerido. Más

importante aún que el corte transversal anterior es ver la dinámica de la serie de tiempo. En el gráfico 2.2. se muestra que las acciones candidatas a ser incluidas en los índices MSCI muestran una tendencia decreciente en su liquidez. Por ello, reiteramos focalizar esfuerzos en revertir la tendencia de estas acciones. En la segunda parte del documento abordaremos en detalle las propuestas para mejorar las condiciones actuales de mercado.

Gráfico 2.2.: Evolución de ATVR 12 meses de acciones con potencial de ser incluidas en índices MSCI

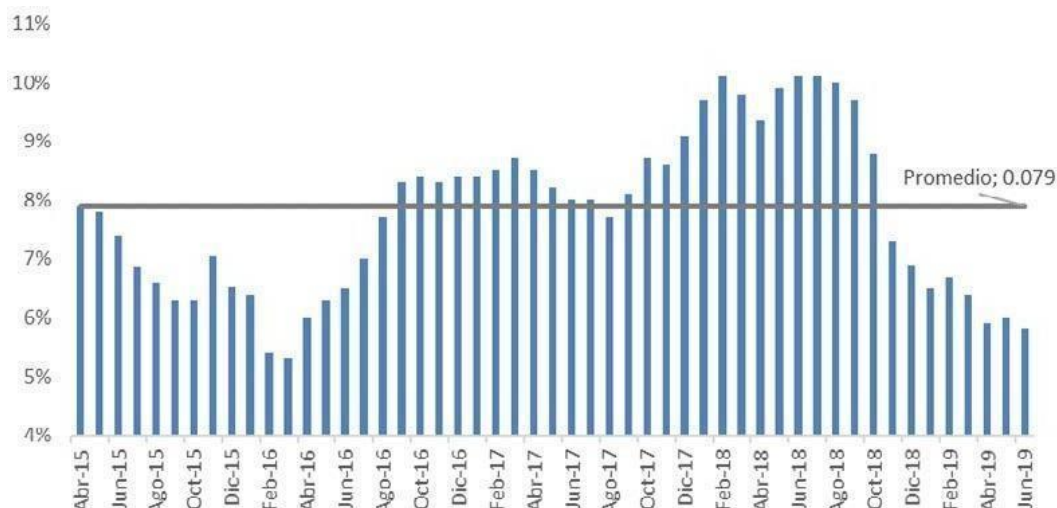


Fuente: Bolsa de Valores de Lima

Fuente: Información proporcionada por la Bolsa de Valores de Lima. Se excluye a China y Turquía por tener números extremos que dificultan la lectura de la comparación de Perú con el resto.

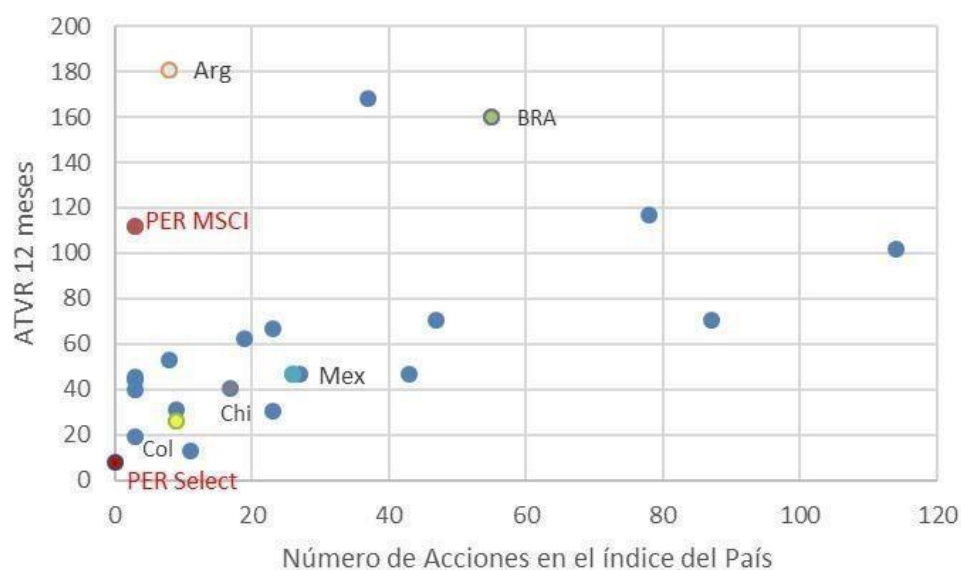
Esta misma tendencia decreciente se puede observar en la mediana de las acciones del S&P/BVL Peru Select (excluidos Credicorp, Buenaventura y Southern Copper). Si comparamos la mediana de este índice, excluyendo las tres acciones MSCI, con el resto de emergentes podemos ver que existe un camino amplio por recorrer, a pesar de que el índice MSCI Perú se encuentra bien posicionado (Gráfico 2.4.).

Gráfico 2.3.: Mediana ATVR 12 meses de acciones peruanas del Selectivo (excluyendo acciones pertenecientes al MSCI Perú)



Fuente: Bolsa de Valores de Lima

Gráfico 2.4. Perú Select (excluyendo acciones pertenecientes al MSCI Perú) vs países emergentes



Fuente: Información proporcionada por la Bolsa de Valores de Lima. Se excluye a China y Turquía por tener números extremos que dificultan la lectura de la comparación de Perú con el resto.

Pero que sucedería si se da el evento negativo y pasamos a mercado frontera ¿habría un impacto relevante en el mercado de acciones peruano? ¿Sería este impacto transitorio o permanente? ¿Cuánto de este evento ya ha sido descontado en los precios? ¿Habría contagio en otras variables? A continuación, revisaremos el modelo a seguir y a partir de este plantearemos las hipótesis de trabajo para responder las preguntas mencionadas antes. Para contrastar las hipótesis utilizaremos lo sucedido en eventos similares en otros países en desarrollo, y analizaremos el índice peruano luego de 2015.

Modelo y Definición de Hipótesis

El primer paso es entender cuál es el mecanismo de transmisión mediante el cual la reclasificación de un país puede impactar su bolsa de valores. Para ello partamos del modelo tradicional de Gordon donde el precio de un activo está dado por los dividendos futuros traídos a valor presente por una tasa de descuento igual al retorno requerido (r), asumiendo una tasa de crecimiento para los dividendos (g). Lo que en términos matemáticos esto nos lleva a:

$$P = \frac{D_0(1+g)}{r-g} \quad (1)$$

P : precio del Activo

D_0 : dividendo en 0

r : retorno requerido

g : tasa de crecimiento de dividendos

Definiremos al activo como la bolsa de cada país en estudio, el cual será representado por el índice MSCI correspondiente. En teoría el retorno requerido para los países que conforman el índice emergente está dado por dos factores: el premio por riesgo de acciones (equity risk premium, ERP) y el premio por riesgo por ser emergente (emerging market risk premium, EMRP), lo que se encuentra en la ecuación 2. Los betas representan la sensibilidad del país al premio respectivo. Si un mercado es frontera entonces se le debería agregar un premio adicional (frontier market risk premium, FMRP), ecuación 3.

$$r = r_f + \beta_1 ERP + \beta_2 EMRP + \varepsilon \quad \text{países emergentes} \quad (2)$$

$$r = r_f + \beta_1 ERP + \beta_2 EMRP + \beta_3 FMRP + \varepsilon \quad \text{países frontera} \quad (3)$$

r_f : tasa libre de riesgo

ERP : premio por riesgo de acciones

$EMRP$: premio por riesgo emergente

$FMRP$: premio por riesgo frontera

Como se mencionó en el Cuadro 1.1. de la sección anterior, el premio por riesgo emergente en el caso de MSCI aparece por un conjunto de los siguientes factores: (a) la no garantía de una sostenibilidad del desarrollo económico; (b) las compañías que componen el índice del país tienen un menor tamaño y liquidez que un país categorizado como desarrollado; (c) tiene criterios de accesibilidad a los mercados significativos aunque no los suficientemente alto como para ser desarrollado (apertura de la propiedad de empresas a extranjeros, facilidad para la movilidad de flujos de capital, eficiencia de la estructura operacional y estabilidad de la estructura institucional).

El premio por riesgo frontera aparece cuando el tamaño y los volúmenes negociados de las compañías que componen el índice caen por debajo del requerimiento emergente, o cuando existen restricciones de accesibilidad al mercado (por ejemplo, prohibición de participación extranjera en la propiedad de empresas locales, restricciones a la convertibilidad de divisas, sistemas deficientes de negociación y liquidación de operaciones, entre otros).

Lo que el modelo nos sugiere es que un empeoramiento de la situación del mercado de valores que lleve a los inversionistas a incorporar una nueva prima por riesgo generaría un incremento del costo de capital y, por tanto, una reducción en los múltiplos de las empresas afectadas (ceteris paribus el crecimiento). Para probarlo basta con dividir la ecuación 1 por las utilidades por acción y reordenar convenientemente para obtener la ratio precio por utilidad:

$$P/E = \frac{b(1+g)}{r-g} \quad (4)$$

P/E: precio por utilidad

b: es la proporción de la utilidad destinada al pago de dividendos (Do/E)

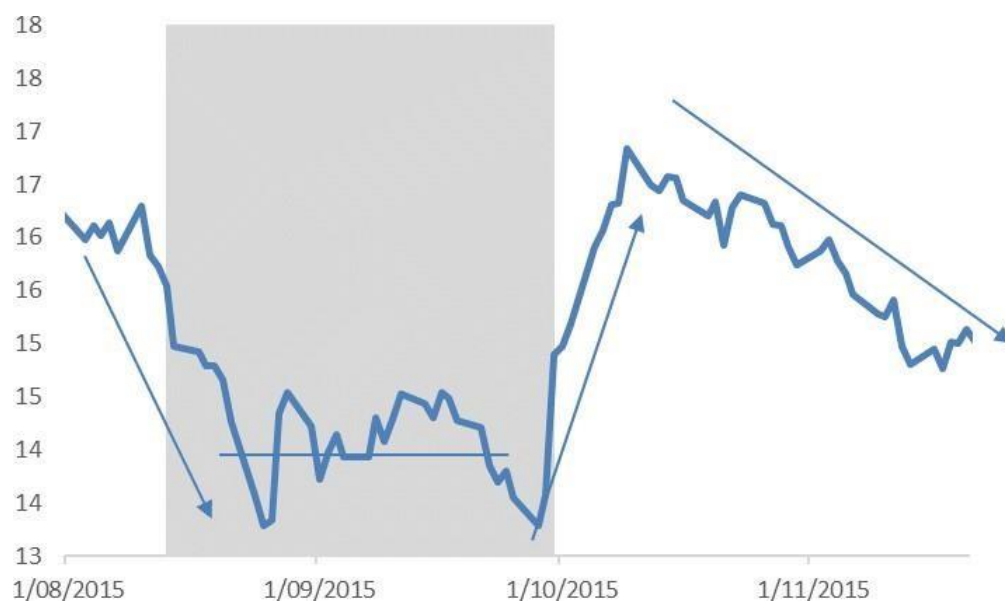
E: utilidad por acción

r: retorno requerido

g: tasa de crecimiento de dividendos

Así, la adición de la prima por riesgo frontera aumenta el retorno requerido r , con esto el denominador del lado derecho de la ecuación (4) aumenta, dada una tasa de crecimiento, generando una caída en la ratio precio utilidad de equilibrio. En el siguiente gráfico se muestra el comportamiento del múltiplo precio/utilidad del MSCI Perú durante 2015. La zona gris cubre el período entre la consulta y anuncio. Se muestra cómo luego de la consulta el múltiplo cae a un equilibrio más bajo para luego recuperarse cercano al anuncio en el que se mantendría a Perú como emergente. Esto permite ilustrar lo que veíamos teóricamente, pero hay que considerar que en la práctica hay otras variables que también están afectando el múltiplo en simultáneo. Como fue la devaluación China dos días antes del anuncio. Por ello, el trabajo limpiará en los efectos cualquier choque global o emergente de acciones, para quedarnos solo con los choques idiosincráticos a Perú.

Gráfico 2.5.: Múltiplo Precio/Utilidad de MSCI Perú entre Consulta y Anuncio 2015



Fuente: elaboración propia. Se toma solo el período de la primera consulta y anuncio de resultado de 2015. En 2016 el período electoral distorsiona los resultados.

Hipótesis de Largo Plazo

Lo que este modelo nos muestra es que si un país es emergente y se le rebaja la calificación a frontera entonces un premio adicional aparece, lo que significa que el retorno que se requiere para invertir en dicho país es mayor, ya que ahora existe un riesgo mayor por compensar. Como consecuencia, siguiendo las ecuaciones (1) y (4), el precio y los múltiplos tienen que ser menores que antes¹⁴, con lo que habría un cambio permanente en los precios. Lo opuesto sucedería si hay una mejora en la calificación, aunque no es claro a priori la simetría de los efectos, como se vio en la revisión de la literatura. Sin embargo, puede ser que los agentes anticipen este evento ya que la información es pública y que por tanto no haya efecto permanente. Por ello, las hipótesis a revisar serán:

Hipótesis de largo plazo 0.

Mercados Eficientes: no cambio en precios.

Los precios ya incorporan toda la información sobre la reducción de estatus por lo que no debería existir un cambio permanente sobre el nivel de precios. Después de todo, como mencionan Terence C. Burnham, Gakidis y Wurgler (2017) la decisión de reclasificación está hecha por un comité que no son inversionistas y que no intentan evaluar los méritos de inversión y utilizan información pública. Por ello, la reclasificación sería una mera formalización como consecuencia de los cambios estructurales en el mercado de valores.

¹⁴ En el modelo por fines explicativos se asume que el crecimiento (g) no se afecta; sin embargo, en la práctica tanto el costo de capital como el crecimiento pueden cambiar.

Hipótesis de largo plazo 1.

Efecto negativo largo plazo

(nuevo precio menor a inicial).

“Efecto despertar”.

Si bien los cambios estructurales del mercado son evidentes dada la información pública, la sentencia de un proveedor de índices tan importante como MSCI puede ser un validador para que diferentes fondos decidan “despertar” y generar cambios en su cartera. Esto es particularmente importante en los últimos años dada la creciente importancia de los fondos pasivos (Ver Hung-Ling Chen, Cheng-Yi Shiu, y Hui-Shan Wei (2019)). Adicionalmente, en un entorno con incertidumbre algunos agentes pueden no estar convencidos de que habrá un cambio en los índices a pesar de los cambios estructurales, por lo que no se posicionan completamente en el escenario del evento.

Cabe señalar que en el corto plazo habrá una sobreacción producto de los cambios en la demanda neta. Si los fondos son mayoritariamente pasivos esta sobreacción se dará alrededor de la fecha de ejecución. Mientras si predominan los activos será alrededor de la fecha de anuncio.

En la siguiente sección testaremos estas hipótesis en base al estudio de eventos, considerando los casos pasados de cambios en clasificación de otros mercados de acciones no desarrollados, así como los eventos sucedidos en Perú desde 2015.

Metodología

El análisis se basa en la metodología de estudio de eventos. En este informe el evento a estudiar es el retiro o inclusión de un país del índice MSCI EM, para a partir de allí inferir las posibles consecuencias de una reclasificación de Perú desde la categoría emergente hacia frontera. El evento lo definimos a partir de tres fechas: la consulta, el anuncio y la efectiva. En cada una de ellas se evalúa si hay sorpresas desde 5 días antes (excepto en consulta) y hasta 5 días después¹⁵. Incorporar la consulta es algo diferente a lo que se encuentra en la literatura, pues nuestra hipótesis busca identificar si hay algún efecto de “despertar de mercado” que hace que se incorpore el riesgo de ser cambiado de estatus. Es decir, si los fundamentos sugieren una reclasificación ¿los inversionistas se anticipan o solo evalúan la situación cuando MSCI hace la consulta y “los despierta”? Es claro que en un entorno con incertidumbre es difícil incorporar el 100% del efecto de un evento, pero si se trata de inversionistas aversos al riesgo, un porcentaje de este si tiene que estarlo. Esta será una pregunta clave para analizar el caso peruano.

¹⁵ En términos técnicos, la literatura de eventos busca evaluar si el comportamiento de un activo alrededor de la fecha de un evento es anormal. Es decir, testea si la información hecha pública es rápida y totalmente incorporada en los precios, en ese sentido testea la hipótesis semi fuerte de eficiencia. Si los mercados son eficientes los retornos anormales (RA) no deberían ser significativamente diferentes de cero.

De acuerdo con la literatura de eventos, seguiremos los siguientes tres pasos:

- Primero, especificamos el proceso generador del retorno para un país específico utilizando las ecuaciones (2) y (3)¹⁶. Luego con estas ecuaciones y utilizando los datos para una ventana de estimación de un año encontramos los parámetros del modelo, es decir, la sensibilidad del país a cada factor de riesgo.
- En el segundo paso, se estima los retornos anormales (RA) en la ventana del evento (consulta, anuncio y efectiva) que no es más que el retorno diario del índice menos el retorno sugerido por los factores: $RA = r_{it} - E[r_{it}]$ que para países emergentes y fronteras estaría dado por las ecuaciones (5) y (6) respectivamente:

$$RA_{EM} = r_{it} - E[r_{it}] = r_{it} - [r_f + \beta_1 ERP + \beta_2 EMRP + \varepsilon] \quad (5)$$

$$RA_{FR} = r_{it} - E[r_{it}] = r_{it} - [r_f + \beta_1 ERP + \beta_2 EMRP + \beta_3 FM RP + \varepsilon] \quad (6)$$

- En el tercer paso, analizaremos la evolución de los retornos anormales acumulados evaluando cómo reaccionan entre las fechas claves y si se diluyen en el tiempo.

Resultados: Experiencia Internacional

En esta sección analizaremos la evidencia de los efectos de la reclasificación en países emergentes y frontera. En el Cuadro 3.1. se puede observar todos los eventos de reclasificación de países emergentes desde 2006¹⁷. En dicho cuadro se encuentran las tres fechas clave: consulta, anuncio y efectiva. Se indica desde donde y hacia donde es cambiado el país, y un resumen de las causas.

Cabe señalar que se ha incluido el evento de Perú, a pesar de que no detonó en una rebaja de la clasificación, para ubicarlo en el contexto del resto de países no desarrollados que serán estudiados.

¹⁶ Para fines de la estimación se utiliza la regresión: $r_i = \alpha_i + \beta_1 r_M + \beta_2 EMRP + \varepsilon$, donde r_M es el retorno de mercado S&P500 y $r_f = r_f(1 - \beta_1)$. Lo mismo se hace para el caso frontera.

¹⁷ De acuerdo con los documentos oficiales de consulta y anuncio de decisión final emitidos por MSCI y disponibles en www.msci.com

Cuadro 3.1. Muestra Total de Reclasificaciones MSCI

Consulta	Anuncio	Efectiva	Mercado	Indice Antiguo	Indice Nuevo	Resumen de Consulta	Resumen de Anuncio
Panel A. Downgrades							
15-Mar-2006	25-Abr-2006	31-May-06	Venezuela	MSCI EM	Standalone	Baja liquidez, restricción de inversión, mínimo peso en MSCI EM	Baja liquidez, invertibilidad restringida
23-Ene-2008	18-Jun-2008	30-Nov-08	Jordania	MSCI EM	MSCI Frontera	Componentes por debajo de los requerimientos mínimos de tamaño y liquidez	Componentes por debajo de los requerimientos de tamaño y liquidez
No Hubo	10-Dic-2008	31-Dic-08	Pakistan	MSCI EM	Standalone	-----	Deterioro de las condiciones de inversión
22-Ene-2009	18-Feb-2009	31-May-09	Argentina	MSCI EM	MSCI Frontera	Restricciones a los flujos de entrada y salida extranjera	Restricciones a los flujos de entrada y salida extranjera
10-Nov-2010	10-Feb-2011	11-May-11	Trinidad y Tobago	MSCI Frontera	Standalone	Deterioro de la liquidez	Deterioro de la liquidez
20-Jun-2012	11-Jun-2013	26-Nov-13	Morocco	MSCI EM	MSCI Frontera	Deterioro de la liquidez, liquidez y tamaño en línea con FM	Deterioro de la liquidez, liquidez y tamaño en línea con FM
20-Jun-2012	11-Jun-2013	26-Nov-13	Greece	MSCI DM	MSCI EM	Requerimiento de tamaño no en línea con DM, reducida accesibilidad al mercado	Reducida accesibilidad al mercado
21-Abr-2015	13-Ago-2015	31-Ago-15	Ucrania	MSCI Frontera	Standalone	Restricciones a los flujos de salida extranjeros	?Restricciones a los flujos de salida extranjeros
13-Ago-2015	29-Sep-2015	No Hubo	Peru	MSCI EM	MSCI Frontera	Baja liquidez ni tamaño, solo tres acciones cumplen criterio	Tres acciones cumplen criterio
13-May-2016	11-Ago-2016	31-Ago-16	Bulgaria	MSCI Frontera	Standalone	Deterioro de la liquidez y tamaño	Deterioro de la liquidez y tamaño
Panel B. Upgrades							
18-Feb-2009	23-Mar-2009	29-May-09	Pakistan	Standalone	MSCI Frontera	Mejora en la accesibilidad al mercado bursátil, cumple criterios mínimos FM	Mejora en las condiciones de inversión, no reúne criterios EM
No Hubo	13-May-2009	29-May-09	Trinidad y Tobago	Standalone	MSCI Frontera	-----	Cumple requerimientos de liquidez
22-Jul-2008	15-Jun-2009	11-May-10	Israel	MSCI EM	MSCI DM	Cumple todos los requerimientos para DM	Cumple todos los requerimientos para DM
No Hubo	10-Feb-2010	11-May-10	Bangladesh	Standalone	MSCI Frontera	-----	Alcanzó requerimiento mínimo de acciones que cumplen criterio
20-Jun-2012	11-Jun-2013	30-May-14	Qatar	MSCI Frontera	MSCI EM	Potenciales mejoras operacionales, invertibilidad extranjera limitada	Mejoras operacionales, mejora en invertibilidad extranjera
20-Jun-2012	11-Jun-2013	30-May-14	United Arab Emirates	MSCI Frontera	MSCI EM	Cumple requerimientos de accesibilidad, potenciales mejoras operacionales	Cumple requerimientos de accesibilidad, mejoras operacionales
9-Jun-2015	14-Jun-2016	30-May-17	Pakistan	MSCI Frontera	MSCI EM	Mejora en accesibilidad, tamaño y liquidez	Mejora en accesibilidad, tamaño y liquidez
12-May-2016	30-Nov-2016	1-Dic-16	WAEMU*	Standalone	MSCI Frontera	Cumple requerimientos mínimos de liquidez y tamaño	Cumple requerimientos mínimos de liquidez y tamaño
17-May-2017	20-Jun-2017	31-May-18	China A-shares	Standalone	MSCI EM	Mayor accesibilidad al mercado	Mayor accesibilidad al mercado
14-Jun-2016	20-Jun-2018	28-May-19	Argentina	MSCI Frontera	MSCI EM	Mejoras en la accesibilidad al mercado	Mejoras en la accesibilidad al mercado
20-Jun-2017	20-Jun-2018	28-May-19	Arabia Saudita	Standalone	MSCI EM	Mejoras operativas, mayor accesibilidad	Mejoras operativas, mayor accesibilidad

*West African Economic and Monetary Union: Benín, Burkina, Faso, Costa de Marfil, Malí, Níger, Guinea-Bissau, Senegal y Togo
<https://www.msci.com/documents/10199/239004/Research-Insight-The-Future-of-Emerging-Markets/13e0765f-9506-4011-2d6d-704346c1cc30>

Fuente: MSCI www.msci.com

De los países mostrados en el cuadro sólo se tomarán aquellos que hayan transitado entre MSCI Emergente y Frontera con suficiente información para hacer la evaluación, pues son los relevantes para el caso peruano. Los países que pasan de emergentes a frontera (downgrades) son: Marruecos 2013, Argentina 2009, Pakistán 2008 y Jordania 2008. De los cuatro, Pakistán fue descartado para nuestros fines debido a que su salida repentina de emergentes estuvo ligada a la imposición de un “floor rule” que distorsionó totalmente su valorización, por lo que desligó su proceso estocástico a los procesos de los factores de riesgo, y además no se asocia a las razones por las que Perú podría cambiar de estatus.

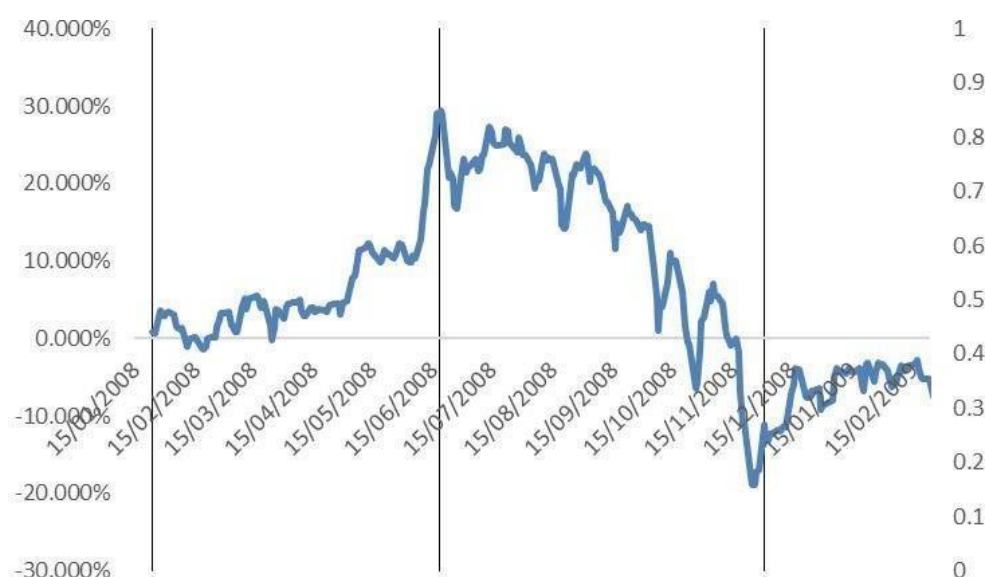
De manera similar, Marruecos tampoco será tomado en cuenta debido a que su tendencia a la reducción de la liquidez iniciada desde 2008 lo desligó de los factores de riesgo, quedando solo en función de sus factores idiosincráticos. Los detalles de ambos países se encuentran en el Anexo 1. Con esto nos quedamos con el caso Argentina 2009 y Jordania 2008. Se debe señalar que para la consistencia del proceso de evaluación seguido también evaluamos los cuatro países con mejoras (upgrades): Argentina 2019, Pakistán 2017, Emiratos Árabes Unidos 2014 y Qatar 2014. Los detalles de este análisis también los pueden encontrar en el Anexo 1.

Jordania – Downgrade

En junio 2008 MSCI anuncia¹⁸ (la consulta había sido en enero) que Jordania no cumple con los criterios de tener un mínimo de tres componentes con el tamaño y liquidez requeridos para ser mercado emergente.

La reacción de los retornos acumulados la podemos ver en el Gráfico Jordania, donde contrario a lo esperado los retornos acumulados crecen entre las fechas de consulta y anuncio en cerca de 30%. Esto se explica por el hecho que el mercado incorporaba de manera importante en los precios la posibilidad que Jordania sea Frontera. Como se muestra en el Cuadro Jordania, cuando se da la consulta la sensibilidad al Premio por Riesgo Frontera era de 0.79 y estadísticamente significativo, luego en el período entre esta fecha y la de anuncio el parámetro baja a 0.44 aunque se mantiene estadísticamente significativo, lo que sugiere que el mercado estaba reajustando sus precios, lo que podría estar asociado a una reducción de la probabilidad de ser enviado a frontera.

Gráfico Jordania: Retornos Anormales Acumulados



Nota: las tres líneas verticales son la fecha de consulta, el anuncio y la efectiva.

Fuente: elaboración propia

¹⁸ <https://www.msci.com/documents/1296102/1333012/MSCI+announcement+-+Jun+18+2008.pdf/6a3ee3b9-eb96-46bb-ad3f-537064bfc7f3>

Cuadro Jordania: Sensibilidad al Premio Por Riesgo Frontera

Sensibilidad	Consulta	Anuncio	Efectiva
Frontera	0.79	0.44	0.52
T	10.44	4.6	6.6

Fuente: elaboración propia

Luego que el anuncio confirmara la reducción del estatus de Jordania a Frontera el mercado reacciona con violencia y antes de la crisis de Lehman Brothers ya había perdido todo lo acumulado hasta el anuncio. Para la fecha de ejecución el retorno anormal acumulado desde la consulta era de cerca de -12%, cifra que 60 días después fluctúa alrededor de -4.3%, como se puede ver en el gráfico anterior.

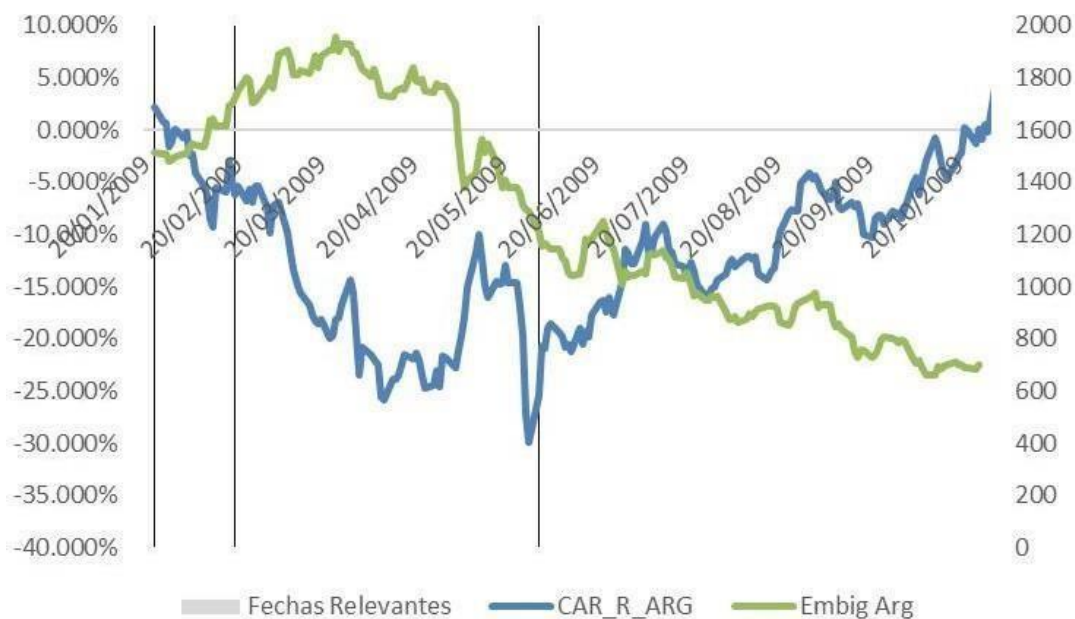
Argentina-Downgrade

En enero de 2009 MSCI emite una consulta en la cual afirma que Argentina ha impuesto restricciones para la entrada y salida de capital extranjero, lo que afecta los criterios de accesibilidad, siendo no consistente con su permanencia en el índice emergente. Este cambio fue sorpresivo, el índice argentino no descontaba ninguna Prima Frontera al momento de la consulta.

Entre la consulta y el anuncio los retornos anormales acumulados llegan a caer -6.2%. Entre el anuncio y la fecha efectiva el índice vuelve a caer poco más de -20%, generando un acumulado a esa fecha de -25%.

De allí en adelante hay una recuperación de los retornos anormales acumulados, los que tres meses después llega a los niveles de la consulta y cuatro meses después al nivel del anuncio. Cabe señalar, como se ve en el Gráfico Argentina Downgrade, que también hubo otros eventos idiosincráticos como la mejora del riesgo país que permitieron una recuperación rápida del retorno anormal.

Gráfico Argentina Downgrade: Retornos Anormales Acumulados



Nota: las tres líneas verticales son la fecha de consulta, el anuncio y la efectiva.

Fuente: elaboración propia

Lecciones de la muestra total

De la revisión de lo sucedido con los países estudiados podemos inferir lo siguiente:

- De acuerdo a la intuición y a la literatura si hay un efecto negativo (positivo) en un downgrade (upgrade). Estos efectos son muy fuertes en el corto plazo pudiendo llegar a ser de dos dígitos. Sin embargo, con el pasar del tiempo ese impacto se va diluyendo, quedando un efecto de largo plazo bastante menor. En particular, en los casos Jordano y Argentino, que son de nuestro interés, los efectos fueron entre -4% y 0%, llegando a estos números entre 2 y 4 meses posteriores a la fecha efectiva.
- La magnitud del impacto depende en gran medida de cuánto del evento ya fue incorporado en el precio de las acciones. La revisión de las experiencias muestra que mientras más sorpresivo sea el choque mayor es el impacto de corto y largo plazo. Por ejemplo, en 2008 cuando Pakistan tenía buenos volúmenes negociados decidió imponer sorpresivamente un piso para el precio de las acciones lo que detonó un downgrade inmediato de MSCI que entre las fechas de anuncio y efectiva llevó a una caída del índice de 50%. Por el contrario, el excesivo pesimismo sobre Jordania en 2008 (quizá descontando más que Frontera), llevó a que en los días posteriores a la consulta los retornos anormales acumulados sean positivos. De aquí la importancia de tratar de entender cuánto de un choque puede estar descontado en los precios al momento de hacer una evaluación del impacto de una reclasificación.
- En línea con lo anterior, es necesario analizar también las consultas para entender el proceso completo de incorporación del evento reclasificación en los precios. Tomar solo los anuncios nos puede llevar a error en la medida que el mercado puede estar adelantándose (acertada o erradamente) al evento.
- Tanto el desarrollo del mercado de préstamo de valores y de ventas en corto, como el fortalecimiento de DVP (del pago contra entrega) es nombrado en casi todos los documentos de MSCI sobre países que lo hicieron como un punto positivo para la reclasificación. Asimismo, el esfuerzo de las autoridades por mejorar también tiene un peso.

En emergentes y frontera cada país tiene su propia dinámica y una carga muy alta de choques idiosincráticos que contaminan el análisis. Por ello, se debe entender en cada uno lo que subyace al proceso en vez de forzarlos a encajar o reducirlos a un período fijo de análisis del efecto de corto y largo plazo.

- Finalmente, más allá de la muestra de países que son parte o lo fueron del índice emergente, existe un caso de países que cuando se han integrado de “verdad” han sido beneficiados por una mejora en su estatus por parte del MSCI. El WAEMU (West African Economic and Monetary Union) es un grupo de países conformados por Benín, Burkina Faso, Costa de Marfil, Guinea-Bissau, Mali, Niger, Senegal y Togo que buscan una integración regional que incluye la unificación de tarifas y de mercados. En 2016 MSCI lo reclasificó como grupo desde standalone hacia frontera.

Resultados: Perú 2015 en adelante

Efectos de la consulta sobre reclasificación de Perú 2015 y situación actual

Antes de la consulta los inversionistas descontaban en Perú solo la prima de riesgo acciones y riesgo emergente, el mercado no veía el Riesgo Frontera como algo próximo, a pesar de que la información pública sobre los fundamentos del mercado de valores mostraba un deterioro constante de la liquidez como vimos en las secciones anteriores. Esto se puede corroborar en el Cuadro 4.1 donde los parámetros de sensibilidad del retorno peruano al riesgo de acciones globales y emergentes eran significativos, mientras que el factor riesgo frontera no lo era. Cabe señalar que estos resultados no cambian si se considera como fecha de referencia el anuncio en vez de la consulta.

Cuadro 4.1. Sensibilidad de Índice Peruano a factores en la Consulta

Consulta	Frontera	Emergente	S&P	Constante
Beta	-0.004	0.366	1.055	-0.001
Error Est.	0.107	0.114	0.117	0.001
R2/ Err.Reg	0.331	0.010		
Estadísticos	0.089	3.268	8.796	
	No Significativo	Importante	Importante	

Nota: La regresión comprende un año antes de la fecha de Consulta (agosto 2015)

Fuente: elaboración propia

El hecho que el mercado no descontara la posibilidad de un cambio del estatus emergente en Perú podría estar asociado a la discusión en los medios financieros y económicos locales e internacionales que se focalizaban más en los buenos resultados económicos y financieros del país respecto al resto de la región, al tiempo que el mercado de deuda cada vez se ubicaba como uno de los más atractivos de la región incluso en moneda local. No obstante, la realidad en el

mercado de acciones era diferente, los indicadores que sigue MSCI mostraban señales de deterioro: los volúmenes negociados medidos por el indicador ATVRs venía cayendo y se ubicaba por debajo de los pares de la región, mientras que el universo de acciones que cumplían con los requerimientos de 15% de ATVR, exigido a emergentes, habían pasado de más de 20% en 2012 a 10% en 2015 (ver gráficos 3.1. y 3.2.).

Gráfico 3.1: ATVR a 12 meses

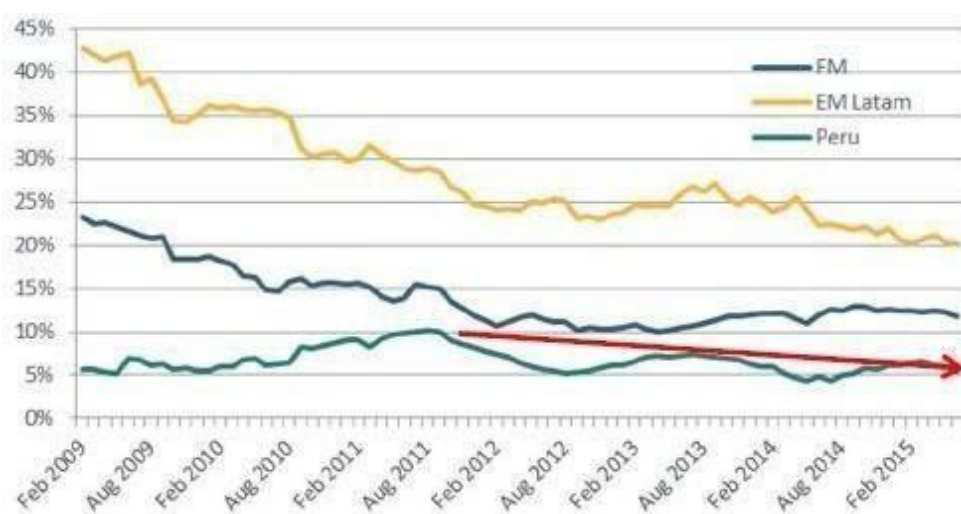
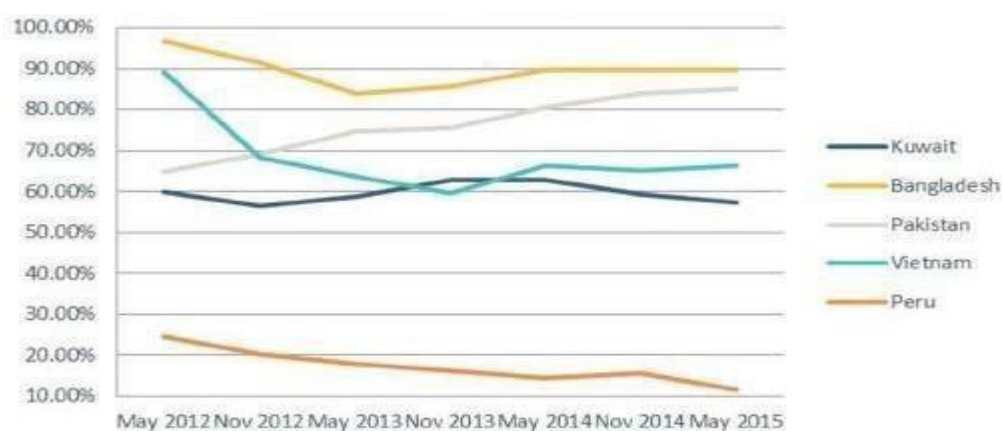


Gráfico 3.2: % de acciones que cumplen requisito emergente (ATVR=15%)

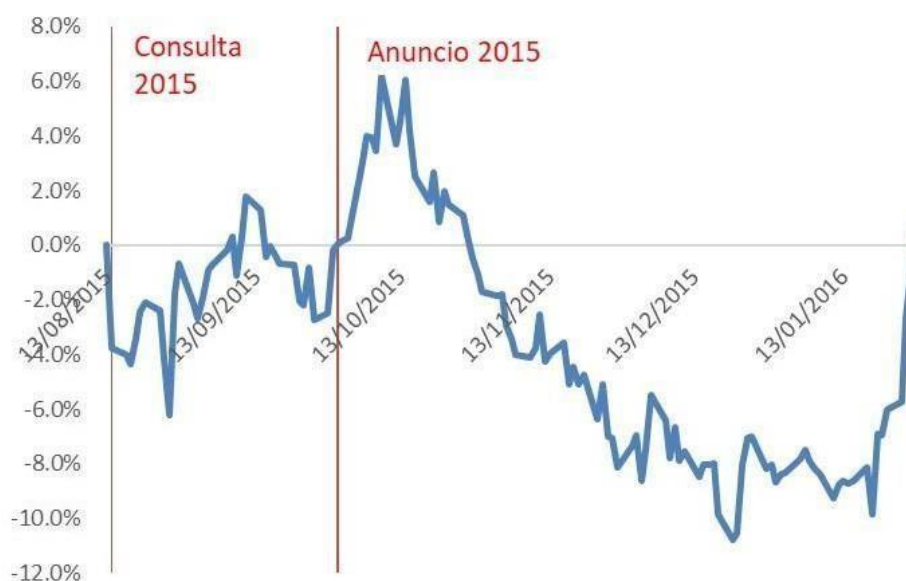


Fuente: Consulta abril 2016

<https://www.msci.com/documents/1296102/2907491/Consultation+on+a+Market+Reclassification+Proposal+for+the+MSCI+Peru+Indexes/691d9a13-48cb-43f4-993b-e2b9f381a248>

Había una desconexión entre los riesgos que el mercado descontaba en el costo de financiamiento de las empresas peruanas y la realidad que MSCI venía siguiendo con preocupación. Cuando el 14 de agosto de 2015 MSCI consulta a los inversionistas sobre la posibilidad de pasar a Perú de Emergente a Frontera es cuando el “efecto despertar” aparece y el mercado reacciona con violencia. En el siguiente Gráfico 3.3. podemos ver como los retornos anormales empiezan a caer desde la consulta, fecha que el modelo registra como un retorno anormal significativo, para luego recuperarse completamente antes del anuncio. Para la consulta y anuncio de 2016 es difícil hacer una conjetura en los meses que siguen a febrero de 2016 en la medida que hubo un choque positivo idiosincrático a Perú asociado a las elecciones de dicho año, y el hecho que el anuncio que mantenía a Southern Copper en el índice peruano se diera antes del anuncio de Perú, anticipando un resultado positivo.

Gráfico 3.3.: Retornos Anormales Perú



Fuente: elaboración propia

A diferencia de los emergentes que luego de la consulta tuvieron un resultado negativo, en el caso de Perú se tuvo un resultado favorable, permaneciendo en el índice emergente. No obstante, el “efecto despertar” ya se había activado. Es decir, por más que MSCI dejara a Perú como país emergente, las condiciones de los fundamentos del mercado de valores que llevaron a la consulta permanecían vulnerables a reversiones y había una amenaza latente que Southern Copper pasara al índice de EE.UU., lo que detonaría el pase automático de Perú a Frontera en cualquier momento. Por ello, es importante preguntarse ¿si hay un evento

negativo y Perú pasa a frontera habrá un efecto permanente en los precios de las acciones? Para responder a esta pregunta debemos aproximarnos a una medida de la magnitud en la que el mercado ha interiorizado que el Perú podría ser degradado a mercado Frontera. Así, como vimos en otras experiencias, mientras más interiorizado esté en el precio la posibilidad de ser Frontera menor será el efecto permanente en los precios, por lo que solo nos quedaríamos con los efectos de flujos de corto plazo. Con este fin estimaremos mediante el filtro de Kalman¹⁹ la dinámica de la sensibilidad de los factores de riesgo Frontera posterior a la consulta hasta nuestros días, como forma de aproximarnos a la puesta en precio de este riesgo por parte de los inversionistas.

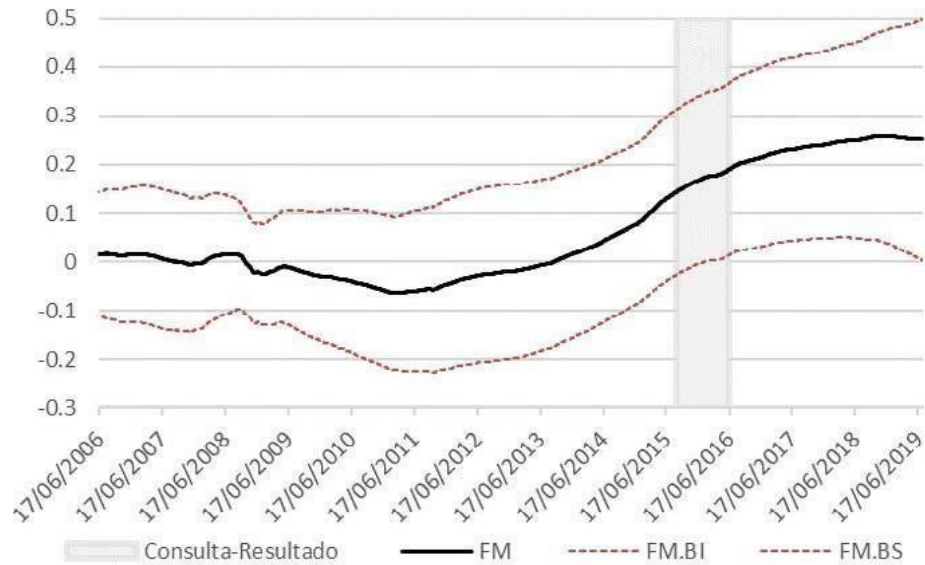
¹⁹ El filtro de Kalman (1960) tiene la ventaja de permitir estimar simultáneamente los parámetros de la ecuación del retorno requerido y la dinámica individual de los parámetros correspondientes a cada uno de sus factores mediante máxima verosimilitud.

Dinámica de la Sensibilidad del Índice MSCI

Perú al factor frontera

En el Gráfico 3.4 se puede ver el “efecto despertar” del riesgo Frontera en Perú. La línea negra gruesa es la dinámica del parámetro de sensibilidad del índice MSCI Perú a la prima por ser frontera, extraída mediante el filtro de Kalman. Las líneas rojas puntadas son las bandas de confianza al 95%. Así, si alguna de las bandas toca el cero entonces no podríamos rechazar la hipótesis de que la sensibilidad de factor frontera es nula. La dinámica de la sensibilidad del factor Frontera nos muestra que iba creciendo muy lentamente desde antes de la consulta en 2015, pero en una magnitud que lo hacía indistinguible estadísticamente de cero. Por ello, la consulta fue sorpresiva y produjo un impacto grande en las acciones peruanas (Gráfico 3.3.). Luego, entre las fechas de consulta y anuncio, el factor frontera se vuelve significativo. Lo importante a destacar es que el análisis muestra que los inversionistas a pesar de que MSCI no cambió el estatus de Perú, los inversionistas han venido incorporando en parte el hecho que los fundamentos de la bolsa local están lejos de ser los óptimos, principalmente por el bajo nivel de liquidez. Así, más allá de lo que un proveedor de índices pueda anunciar, el mercado está más atento a la situación del mercado de valores.

Gráfico 3.4. Sensibilidad de Perú a factor frontera: el “efecto despertar”



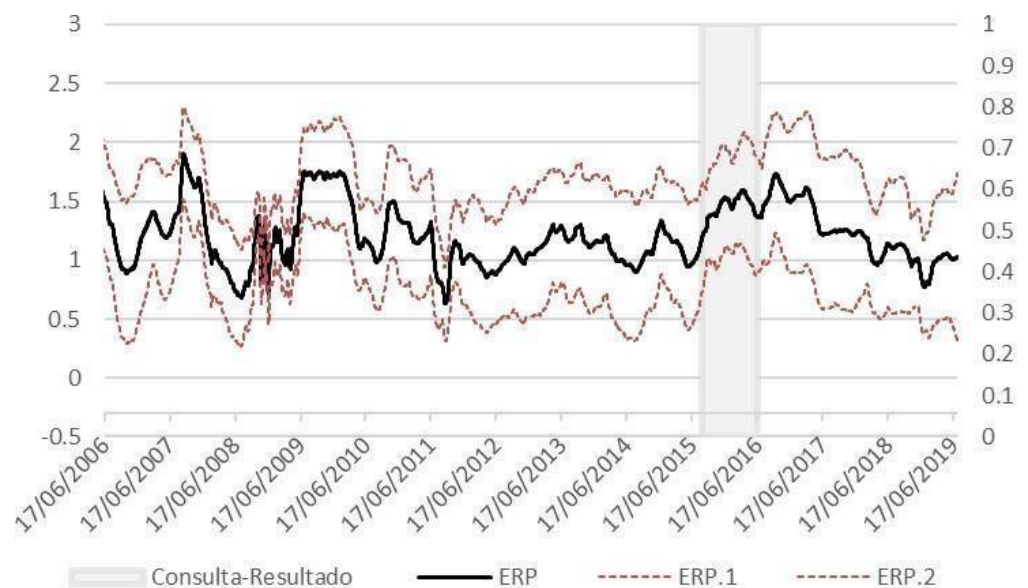
Fuente: elaboración propia

Nota: el área gris cubre desde la primera consulta en 2015 hasta el segundo anuncio en 2016.

Dinámica de la sensibilidad del Índice MSCI Perú al factor premio por riesgo de acciones

En cuanto a la sensibilidad al factor acciones globales (Equity Risk Premium, ERP) este se ha ido reduciendo desde que se anunció el resultado de la consulta, volviendo a los niveles anteriores a dicho evento.

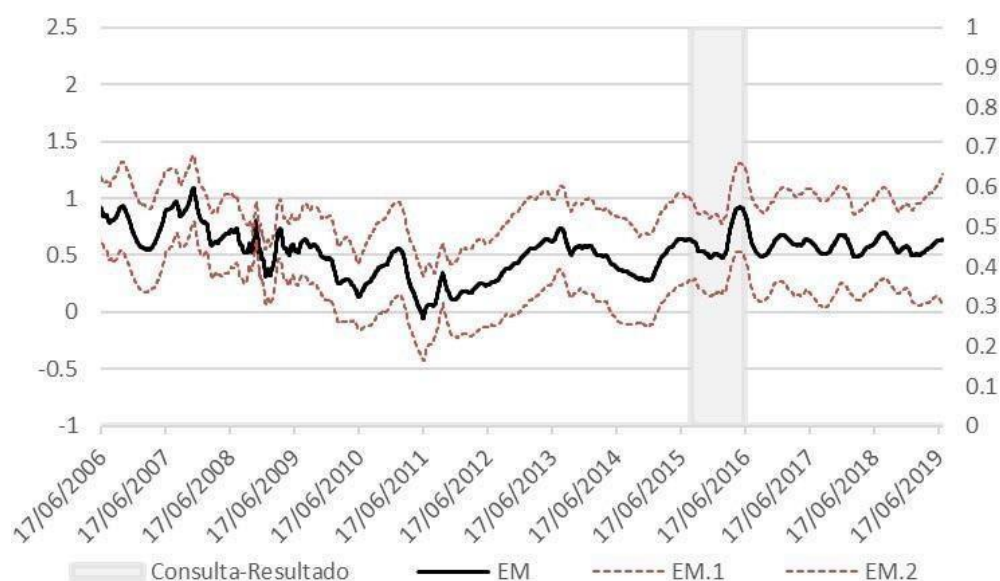
Gráfico 3.5. Sensibilidad de Perú a factor Premio por Riesgo de Acciones



Dinámica de la Sensibilidad del Índice MSCI Perú al factor emergente

En cuanto a la sensibilidad con Emergentes, se identifica que no hay cambios significativos, lo que corrobora el hecho de que solo se está incorporando el factor extra producto del factor Frontera.

Gráfico 3.6. Sensibilidad de Perú a factor Emergente



No obstante, Credicorp está sobre representado en el índice MSCI EM, lo que hace que los resultados estén dominados por esta acción. La situación se repite con Southern Copper, empresa que tiene un parámetro de 0.24 respecto al riesgo frontera²⁰, aunque significativo solo al 10%. Esto puede ser explicado por la conjetura que un posible cambio del estatus de Perú, pueda significar un cambio de Southern al índice de EE.UU.

²⁰ Se toma en consideración una muestra de dos años.

Dinámica de la sensibilidad de los potenciales candidatos a pertenecer a índices MSCI

Las acciones que pertenecen al índice emergente pueden mostrar una dinámica diferente al del resto de acciones del mercado local, debido al “efecto radar” (Merton 1987), que sugiere que mientras las acciones son más visibles atraen más a los inversores. Esto haría que estén más conectados a los factores de riesgo globales pudiendo estos explicar más del comportamiento de sus retornos. En cambio, el retorno de una acción lejana de los inversionistas extranjeros suele estar más dominada por factores idiosincráticos que por factores globales. Esto se corrobora en la práctica, los factores de riesgo explican mucho más una acción como Credicorp que una acción como Alicorp.

En cuanto a los candidatos a participar en los índices emergentes Volcan, Ferreycorp y Alicorp muestran sensibilidad al factor frontera, aunque con significancia del 10%. No obstante, Inretail no muestra sensibilidad al factor de riesgo frontera. Mientras menor sea la incorporación del riesgo frontera en una acción es esperable que mayor sea el impacto de una reclasificación en el mediano plazo. No obstante, esto podría ser contrarrestado parcialmente por la demanda de los fondos de inversión que tienen como benchmark el índice MSCI Frontera, pues estas acciones si cumplen con los requisitos para ser parte de este índice.

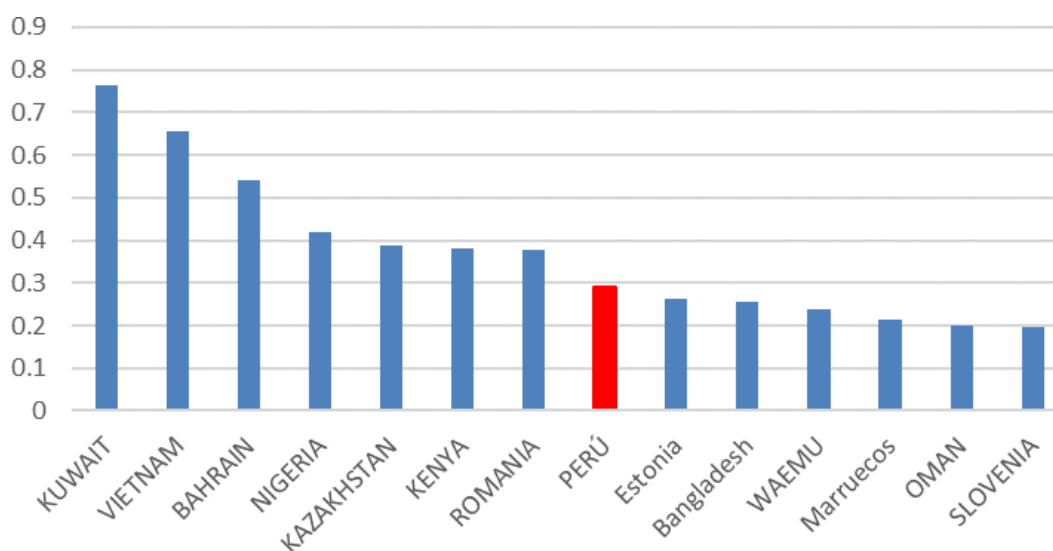
Cuadro 4.2. Sensibilidad al Riesgo Frontera de Acciones Locales con Potencialidad de ser suplentes en MSCI Perú

	Beta Frontera	Significancia
Alicorp	0.18	significativo al 10%
FERREYCORP	0.24	significativo al 10%
INRETAIL	0.04	no significativo
VOLCAN	0.46	significativo al 10%

¿Cuánto más se podría impactar el MSCI Perú por incorporación de una mayor probabilidad de ser Frontera?

Esta es una pregunta difícil de responder en la medida que no es fácil determinar la sensibilidad de equilibrio de cada factor; no obstante, es posible encontrar un rango sobre el cual se pueda ubicar de acuerdo con los países comparables. Para ello, se estiman las sensibilidades al factor frontera de los países que pertenecen al MSCI Frontier Market para los últimos dos años, lo cual se puede ver en el Gráfico 4. En promedio la sensibilidad es de 0.37 y la mediana de 0.33, valores ligeramente superiores al parámetro actual de Perú (0.29). La cota superior podría ser un número alrededor a 0.6 correspondiente a Vietnam. Se deja de lado a Kuwait ya que su peso en el índice es cercano a un tercio y lejos del segundo más alto²¹. Además, Kuwait está cerca de convertirse en emergente una vez resueltos ciertos requisitos solicitados por MSCI²².

Gráfico 4. Sensibilidad a Prima de Frontera: Perú vs países frontera.



Nota: muestra es de período 2008-2009, y solo considera los países con parámetros significativos.

²¹ Ver <https://www.msci.com/documents/10199/f9354b32-04ac-4c7e-b76e-460848afe026>

²² Ver https://www.msci.com/documents/10199/238444/RESULTS_OF_MSCI_2019_ANNUAL_MARKET_CLASSIFICATION_REVIEW.pdf/f134c97c73da-71c7-4b3c-d1f637c3eae73da-71c7-4b3c-d1f637c3eae

Simulación impacto en múltiplos de una incorporación mayor de la prima por riesgo frontera

Para evaluar el impacto potencial de una incorporación mayor (o menor) del premio por riesgo frontera partiremos de la ratio precio utilidad justificado (de equilibrio) que mostramos en la ecuación (4), pero que por conveniencia repetimos a continuación:

$$P/E = \frac{b(1+g)}{r-g} \quad (4)$$

P/E: precio por utilidad

b: es la proporción de la utilidad destinada al pago de dividendos (Do/E)

E: utilidad por acción

r: retorno requerido

g: tasa de crecimiento de dividendos

Este modelo teórico de Gordon tiene la ventaja de su simpleza para tener una aproximación del movimiento del múltiplo precio por utilidad (P/E) ante un cambio en la tasa de retorno requerida (r). Así, si se incorpora una mayor sensibilidad al premio frontera entonces el sumando $+\beta_3 FMRP$ aumentaría, generando un aumento en retorno requerido:

$$r = r_f + \beta_1 ERP + \beta_2 EMRP + \beta_3 FMRP + \varepsilon$$

Finalmente, este aumento en el retorno requerido generaría una caída en el múltiplo de la ecuación (4), si se mantienen constantes el resto de parámetros.

Para el retorno requerido inicial de MSCI Perú asumimos un 9.3% que supone un beta actual al premio por riesgo frontera de solo 0.25, en línea con lo discutido en las regresiones anteriores²³. De otro lado, asumimos un crecimiento (g) cercano al 4% (promedio del último año). Para hacer el ejercicio de simulación, el esperado de premio por riesgo frontera (FMRP) lo representamos como el promedio del último año del diferencial del rendimiento de la utilidad (earning yield) de los países emergentes y la mediana de los países frontera descritos en el Gráfico 4, dándonos como prima 1.7%.

²³ Además, se asumen sensibilidades de 1.055 para el riesgo acciones globales y 0.366 para el premio emergente, de acuerdo a las regresiones explicadas antes.

Gráfico 4.1. Premio por riesgo frontera.



Si bien el modelo de Gordon utilizado tiene la ventaja de la simpleza, también tiene la desventaja de la sensibilidad de los resultados a los parámetros. Por ello, en el Cuadro 4.3. encontrarán el cambio en el múltiplo del MSCI Perú ante diferentes niveles de prima frontera y diferentes niveles de la sensibilidad al riesgo frontera (beta). El escenario base (negritas) es que la prima frontera es 1.7%.

Cuadro 4.3. Cambios en el múltiplo Precio utilidad (PER) del índice MSCI Perú ante diferentes niveles de premio frontera y betas.

Escenarios	Beta (t+1)	Premio Frontera					
		0.5%	1.0%	1.7%	2.0%	2.5%	3.0%
Se elimina riesgo frontera (optimista)	0.00	2.2%	4.5%	7.9%	9.4%	12.1%	14.9%
Se mantiene igual que hoy (probable)	0.25	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Sube 0.25 (probable)	0.50	-2.1%	-4.1%	-6.7%	-7.9%	-9.6%	-11.3%
Sube 0.45 (extremo)	0.70	-3.7%	-7.1%	-11.5%	-13.3%	-16.0%	-18.6%

El Cuadro 4.3. nos muestra en el escenario optimista que si el riesgo frontera se eliminara (beta frontera=0) y la Prima por riesgo fuera 1.7%, entonces podríamos tener una recuperación del múltiplo MSCI Perú de 7.9%. De otro lado, si el índice empezara a incorporar más el riesgo frontera y la sensibilidad pasara de 0.25 a 0.5, asumiendo una prima de 1.7%, entonces el modelo sugiere una caída de -6.7%. Estos efectos podrían ser mayores (menores) si la prima estimada fuera mayor (menor) al 1.7% del escenario base.

Impacto en Flujos

En el corto plazo los flujos pueden tener un efecto relevante sobre los precios, cuando un activo sale o entra en un índice. En ausencia de acceso a datos de flujos, hemos tratado de hacer una aproximación muy gruesa que detallamos a continuación. El peso de Perú en el índice MSCI emergente es 0.43% y se estima que hay USD 438 mil millones que lo siguen pasivamente, por lo que la salida de flujos sería de aproximadamente USD 1.9 mil millones en este tipo de fondos. Esto no incluye el impacto de los fondos activos (que tienen más de USD 1 trillion de activos bajo manejo) que es más difícil de medir debido a que: (1) sus posiciones son privadas; (2) porque pueden no tener a Perú considerado debido a su bajo tamaño; o (3) porque si lo tienen pueden decidir no venderlo dado que tienen convicción en las empresas del país. En cuanto a los flujos de entrada en caso de un downgrade a Frontera, presumiblemente estos son poco significativos si consideramos que Perú pasaría a ser solo 11.56% (si consideramos la última consulta) de un índice que es solamente alrededor de 2% del Emergente. Es decir, comparando ponderaciones neutrales en ambos índices, un cambio de Emergente a Frontera implicaría una salida neta.

En cuanto a las empresas, Credicorp es la de mayor peso en el índice 0.3%. Esto se traduciría en salidas de USD 1.27 mil millones por salidas de fondos pasivos. La salida en Southern Copper sería de USD 252 millones, a menos que pase a cotizar en el índice de EE.UU. Finalmente, Buenaventura tendría una salida de USD 274 millones. En cuanto a los fondos activos, no hay información pública sobre la distribución de sus portafolios en acciones dentro de Perú.

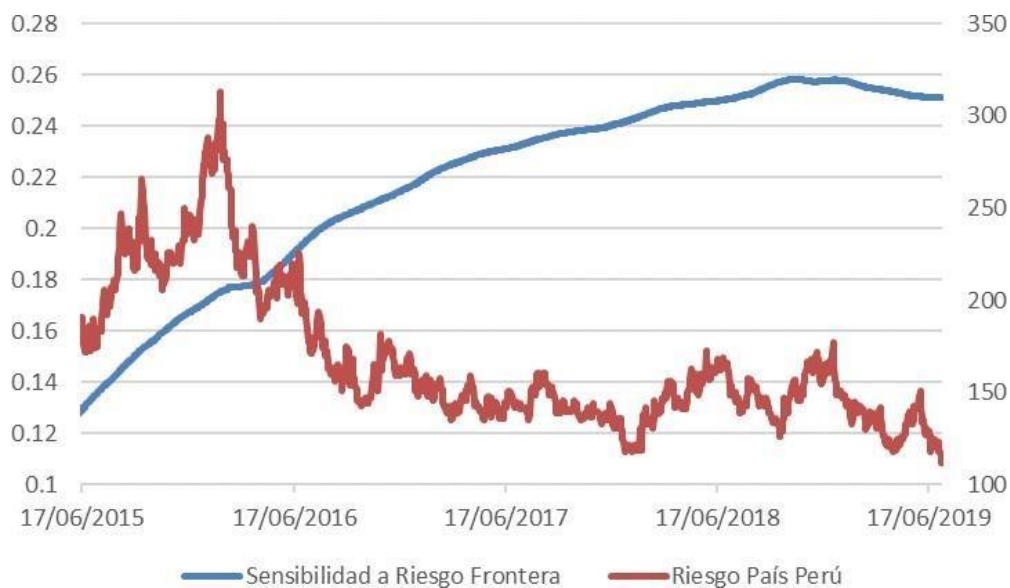
Más allá de los múltiplos de las acciones: efectos sobre variables macroeconómicas

De las secciones anteriores, podemos deducir que un downgrade de Emergente a Frontera implica agregar una prima adicional al costo del capital de las empresas, lo que llevaría a que éstas se desvaloricen y terminen transando a un múltiplo más bajo. Hemos visto que parte de este efecto podría ya haberse incorporado parcialmente en acciones líquidas y más ligadas a los mercados globales como Credicorp, aunque mucho menos o nada a acciones que se rigen más por factores idiosincráticos como Inretail.

Adicionalmente a la desvalorización de los múltiplos de las empresas, es importante evaluar si podría haber un impacto en otras variables macroeconómicamente relevantes como el riesgo país o el tipo de cambio.

En el Gráfico 5.1. podemos apreciar que mientras el índice MSCI Perú ha ido incorporando en el tiempo el factor Frontera, es decir, la sensibilidad ha ido subiendo, el riesgo país por el contrario ha continuado una tendencia decreciente, incluso controlando por el factor de riesgo Latam. Es cierto, que hay otros factores que favorecen la compresión de los spreads como la caída de las tasas de interés a nivel internacional, sin embargo, estos factores también favorecen a los mercados de valores en desarrollo.

Gráfico 5.1. Sensibilidad a Premio por Riesgo Frontera vs Riesgo País Perú



Fuente: Datos de Bloomberg. Elaboración propia.

Este resultado refleja el hecho que las razones por las cuales el MSCI continuaría manteniendo a Perú como emergente o decidiera cambiarlo a frontera no están asociados a los fundamentos macroeconómicos del país, sino a la estructura del mercado de capitales que no permite elevar los niveles de liquidez. En cambio, el riesgo país si está directamente asociado a los fundamentos macroeconómicos del país, incluyendo su potencial de crecimiento, la estabilidad fiscal y de precios, la solvencia, la fortaleza de los mercados financieros y crediticios, y el respeto a los derechos de inversionistas. De otro lado, normalmente si bien los flujos suelen moverse al unísono cuando aumenta o baja la aversión al riesgo emergente, los portafolios managers de los fondos dedicados a renta fija no son los mismos que renta variable, por lo que sus decisiones ante eventos “no sistémicos” son independientes.

En cuanto al tipo de cambio, el riesgo es que un cambio de estatus del país detone la venta de inversionistas extranjeros que tienen como benchmark el índice peruano o que solo pueden invertir en

países que tienen como mínimo nivel emergente. En la práctica es difícil saber el monto exacto de los flujos de salida extranjero porque no podemos acceder a sus tenencias por empresa; no obstante, el Gráfico 5.2. muestra que la participación porcentual de no residentes agregada en renta variable se ha reducido desde la fecha de consulta en 2015 y está cercana a mínimos desde que se tiene registro en la fuente utilizada. El tipo de cambio, entre aquel periodo y el actual, ha mostrado una volatilidad significativamente menor al de otras monedas de la región, y el nivel del tipo de cambio es muy cercano al existente en la ventana de consulta. Los episodios de volatilidad en este periodo han estado marcados por eventos exógenos al mercado bursátil, sean estos de fuente externa o doméstica.

De otro lado, podemos conjeturar que los fondos pasivos normalmente siguen al índice emergente que invierte principalmente en Credicorp, Buenaventura y Southern Copper, que cotizan mayoritariamente en la Bolsa de EE.UU. y que como vimos antes ya podrían haber descontado parte del efecto. Más adelante, en la sección “Impacto en Flujos” hacemos una estimación de la salida de MSCI Perú.

Gráfico 5.2. Participación porcentual de no residentes - Renta Variable (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú

Más allá de los múltiplos de las acciones: efectos sobre variables microeconómicas

Otro impacto posible, que por las características de baja penetración de tenencias de acciones sería más microeconómico que macroeconómico en el caso peruano, es en la riqueza de las personas y las empresas que invierten en acciones locales directa o indirectamente vía fondos mutuos, de inversión y de pensiones. Dentro de este espectro de agentes los más importantes son las AFPs ya que controlan en promedio el 60% del flotante libre de las principales empresas locales. Al mantener el sistema de pensiones posiciones grandes para el nivel de liquidez local, un cambio de estatus podría desvalorizar el componente de acciones peruanas que mantienen sin que estos agentes puedan descargar las posiciones de sus portafolios de manera importante²⁴. Según información del BCRP de los S/. 165,911 millones manejados por los fondos de pensiones, cerca de S/. 19 mil millones (11%) están invertidos en acciones de empresas locales.

Cuadro 5.1. Valor de Multifondo de AFPs

Valor del Fondo (Millones de S/.)	165,911	100%
Inversión local	87,340	53%
Acciones locales	18,965	11%
Otros	68,375	41%
Inversiones en el Exterior	78,572	47%

Fuente: Nota Semanal del BCRP N°26 (22 de agosto de 2019). Cuadro 61.

²⁴ Es más si las AFPs tratan de liquidar sus acciones locales o el mercado lo percibe así, el impacto de corto plazo del cambio de estatus podría ser mucho mayor debido a la fuerte presión vendedora.

PARTE II.

Problemas en la estructura de mercado peruano y oportunidades de mejora

Teóricamente, el rol de los mercados financieros y de capitales en la economía es facilitar la movilización de capital y la transferencia de riesgo. La literatura empírica sugiere que cumplir con este rol de manera adecuada facilita la acumulación de capital, permite mejoras en productividad y en la asignación eficiente de recursos, así como mayor competencia e innovación. No obstante, para que los mercados financieros, en particular las bolsas, cumplan con ese rol de movilizar el ahorro de los excedentarios a las empresas con planes de expansión por financiar es necesario se cumpla con tres criterios. Primero, integrar inversores con diferentes horizontes temporales, lo que supone tener un mercado secundario muy líquido que permita vender la acción cuando se cumpla el horizonte específico de inversión a un bajo costo de transacción.

Como segundo criterio tenemos la transparencia, generada por la exigencia de las bolsas a las empresas para abrir su información a los inversionistas. Esto reduce los costos en los que incurrirían dichos agentes para encontrar información, así como disminuye los problemas de asimetría de la información entre los que manejan la empresa, los inversores locales y los extranjeros. En tercer lugar, está la protección de los inversionistas dado que una bolsa, así como la infraestructura y la regulación que la rodea permiten enfrentar o mitigar los riesgos operativos y de cumplimiento de acuerdos.

Finalmente, el buen funcionamiento del mercado también depende de la estructura de incentivos que permita minimizar la existencia de participantes excesivamente enfocados en el muy corto plazo, la especulación o la conducta de rebaño, pues afectan la creación de valor de largo plazo y entorpecen la asignación óptima del capital.

En esta segunda parte del documento nos centramos en identificar los problemas que pueden estar afectando el rol de la bolsa de valores local mencionado en el párrafo anterior y apuntamos algunas recomendaciones para una profundización futura, en los casos que se estimen factibles.

Si bien abordamos las oportunidades de mejora señaladas por MSCI para evitar una potencial reclasificación a mercado frontera, preferimos centrarnos en cómo mejorar el mercado de valores peruano en vez de enfocarnos solo en lo que un proveedor de índices pueda apuntar. Ello porque la experiencia internacional y local muestra que los cambios de MSCI son el resultado de una tendencia del mercado de valores y no al revés. Debemos recordar, sin embargo, que como vimos en la primera parte de este informe, las decisiones del MSCI pueden tener un “efecto despertar” o “radar” en los inversionistas.

Problema estructural de la liquidez y profundidad del mercado: concentración del flotante

El principal problema de bolsa local es la baja liquidez y tiene un origen estructural, tanto por el lado de la oferta como de la demanda. Por el lado de la oferta, según datos de la BVL, solo el 36% de la capitalización de mercado de las principales acciones locales se mantiene como flotante libre. Por el lado de la demanda, las AFPs mantienen alrededor del 60% de dicho flotante²⁵. Esto se agrava porque estos inversionistas no pueden rotar de manera relevante sus acciones locales, pues debido a su tamaño podrían generar un impacto en el mercado. Ello conlleva a que las negociaciones relevantes se centren principalmente entre estos inversionistas o entre estos y los foráneos mediante paquetes que pueden tener un costo por la liquidez. En consecuencia, para la mayor parte de inversionistas pequeños/retail, la disponibilidad de acciones a negociar es muy limitada. La consecuencia de esta estructura del mercado es una baja liquidez.

²⁵ Se consideran para los cálculos las siguientes acciones: ENGIEC1, ENGEPEC1, NEXAPEC1, ALICORC1, ENDISPC1, UNACEMC1, BBVAC1, IFS, VOLCANBC1, LUSURC1, CPACASC1, INRETC1, FERREYC1 y GRAMONC1.

Oportunidad de Mejora: desconcentración de posiciones mediante delegación gradual de cartera.

Una forma de aumentar la liquidez es mediante la desconcentración del flotante libre que hoy se encuentra mayoritariamente en los fondos de pensiones. Esto podría lograrse a través de la delegación gradual y parcial de la cartera a fondos dedicados. Decimos gradual porque implica incrementar considerablemente el número de fondos de inversión actual dedicados a acciones locales, lo que requiere implícitamente del desarrollo de un capital humano especializado.

Este proceso traería beneficios a los fondos de pensiones en la medida que se ampliaría el número de participantes relevantes en el mercado local, lo que podría aumentar la liquidez de mercado. En segundo lugar, mitigaría el impacto de una desvalorización producto de un choque exógeno, como el evento de reclasificación que discutimos en la primera parte de este informe, ya que serían posiciones más pequeñas. En tercer lugar, en el largo plazo, con un entorno de crecimiento de los fondos de pensiones continuo sin un acompañamiento acorde del límite de inversión en el exterior, será clave tener un mercado de capitales desarrollado que ofrezca buenas oportunidades de inversión, muchas de las cuales hoy no son accesibles por tamaño a los AFPs. No obstante, esto implica colaborar en su desarrollo hoy.

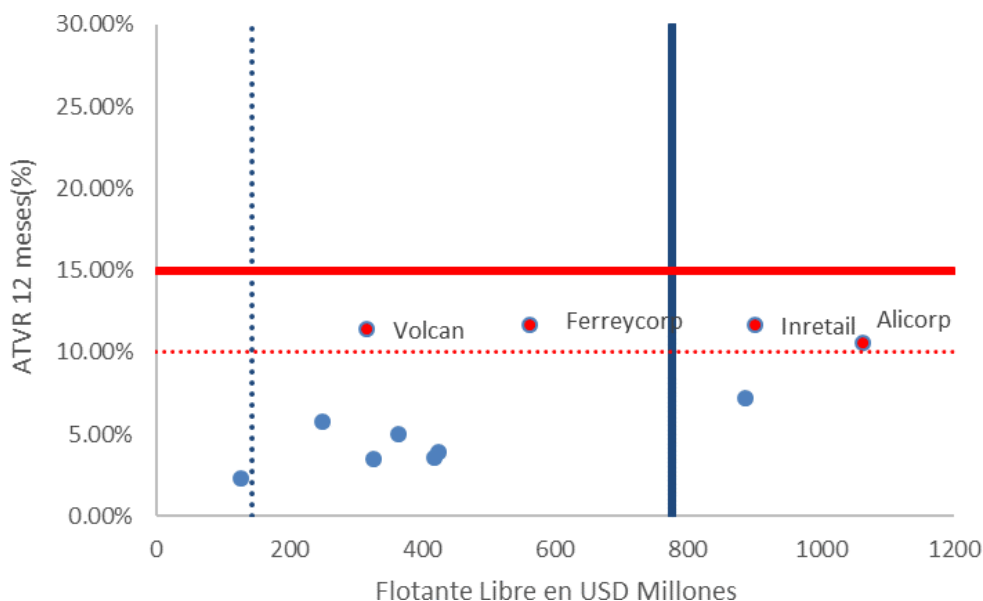
Consideramos que es clave para el éxito de esta propuesta tres requisitos. Primero que la delegación de fondos se haga sobre acciones menos líquidas (no las que se encuentran hoy en el índice MSCI Perú). Segundo que el número de fondos de inversión sobre los que se delegará la cartera sea lo suficientemente grande como para generar competencia. En un cálculo muy simple asumiendo el volumen promedio de negociación de la bolsa y la necesidad de mover en un día el 2% de la cartera, el número mínimo requerido de participantes eran ocho. Delegar las carteras a un solo fondo puede hasta empeorar el problema. En tercer lugar, la participación de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs (SBS) para establecer el marco legal sobre el que se podría llevar a cabo este proyecto.

Finalmente, en un entorno con un mercado de acciones local menos concentrado será clave que las sociedades agentes de bolsa tengan un mayor liderazgo en la conexión entre los inversionistas locales y los extranjeros que necesitan negociar bloques grandes. En este sentido el fortalecimiento del programa de creadores de mercado será clave.

Afianzamiento de acciones candidatas para ser suplentes para MSCI

Como se comentó en la primera parte de este documento, el riesgo que alguna de las tres acciones que constituyen el índice Perú pasen al índice de EE.UU. se puede mitigar teniendo más acciones invertibles en los índices MSCI. En el Gráfico 6 se observa que acciones como Volcan y Ferreycorp son candidatos de fuerza para lograr ser incluido en los índices Small Cap, mientras que empresas como Alicorp e Inretail podrían incluso llegar al índice Standard. En todos los casos el requisito de flotante libre se cumple, la tarea está en el aumento de la liquidez, pues las cuatro acciones están por debajo del 15% de ATVR requerido y la dinámica reciente no es alentadora.

Gráfico 6: ATVR 12 meses vs Flotante libre (USD Millones) de acciones del Índice Selectivo (sin Credicorp, Southern Copper y Buenaventura)



Fuente: Bolsa de Valores de Lima

Oportunidad de Mejora: fomento de suplentes.

La bolsa actualmente ha impulsado creadores de mercado para estos títulos con el objetivo de fomentar su liquidez. No obstante, es necesario aumentar el número de estos creadores y dotarlos de un saldo suficiente que les permita poner puntas de compra y venta en el mercado secundario. Una vez dotados de un saldo adecuado de acciones disponibles, se podría diseñar un mecanismo similar al que existe en los bonos soberanos que aliente la competencia entre los creadores de mercados por fomentar la liquidez. El involucramiento de estas cuatro empresas en este proyecto es clave para el éxito del mismo.

Problema en la estructura del mercado de capitales: excesiva importancia de los créditos

La literatura empírica encuentra que los factores más importantes que influyen en el desarrollo del mercado de acciones incluyen inversión directa extranjera, el crecimiento económico, el desarrollo de infraestructura, el ahorro, la inflación, la apertura comercial, los tipos de cambio, el desarrollo del sector bancario y la liquidez del mercado²⁶. No obstante, un excesivo crecimiento del sector bancario inhibe el desarrollo del mercado de capitales²⁷.

²⁶ Para un resumen de la literatura ver Kunofiwa Tsaurai (2018).

²⁷ Ver Charles Amo Yartey (2008).

Oportunidad de Mejora: fomento de fondos dedicados.

El crédito bancario ha dominado en Perú el financiamiento de las empresas; no obstante, recientemente se ve un desarrollo (muy) gradual del mercado de deuda corporativa, a partir, del lanzamiento de fondos dedicados que buscan competir con los créditos. Los managers de estos fondos mencionan la dificultad de pasar de los créditos bancarios y de los papeles comerciales al mundo de los bonos. El tamaño de las empresas peruanas puede ser el limitante principal, pero pareciera que ya se empieza a ver demanda por una nueva estructura de financiamiento (tamaño, plazos, garantías, etc.). De otro lado, los managers también mencionan que solo pasar de crédito a bonos ya representa un reto nuevo para las gerencias financieras y los directorios acostumbrados tradicionalmente a la comodidad del crédito bancario. Es claro que pasar a un financiamiento vía acciones es un paso más complejo todavía y requiere más tiempo, por ello es necesario empezar a generar las condiciones para su desarrollo como se viene haciendo con el caso de la deuda corporativa. De otro lado, iniciativas como la del Mercado Alternativo de Valores (MAV), permiten ir incorporando nuevos nombres a mecanismos de financiamiento directo.

Migración a otras bolsas y retos en la integración de la Alianza del Pacífico

Una de las tendencias de la globalización ha sido la migración hacia bolsas más grandes y desarrolladas, principalmente en mercados emergentes, hecho que ya era estudiado a inicios de siglo (Ver Stijn Claessens y otros (2002)). Esto es particularmente importante cuando las empresas adquieren un tamaño que justifica la emisión fuera, como fue el caso de Credicorp y más recientemente de IFS. El problema que es que esto lleva a que la negociación se traslade fuera del mercado de valores local. La razón principal es el tamaño y diversidad de inversionistas con los que se pueden financiar en mercados desarrollados como Nueva York. Esto genera el beneficio adicional de mayor liquidez lo que redundaría en una mejor formación de precios. Una razón de segundo orden, desde nuestro punto de vista, es el menor costo de negociar acciones en EE.UU. respecto a Perú. Mientras que, en Perú, a pesar del esfuerzo de la BVL y Cavali por reducir costos, operar una acción local implica un pago total de 0.134%, en EE.UU. este costo es de aproximadamente cinco centavos por acción para un inversionista institucional local. La mayor parte del costo local son las sociedades agentes de bolsa (0.10%), cuya situación financiera no es la mejor debido, nuevamente, a la baja liquidez, generando un círculo vicioso. Por ello, como veremos al final de este apartado será necesario una redefinición de roles de agentes de mercado.

Dentro de esta competencia global de bolsas de valores, el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) aparecía como una opción interesante para aumentar la liquidez conjunta de los mercados que la integraban y atraer flujos extranjeros. Como bloque México, Chile, Colombia y Perú representaban un tamaño de economía similar a la de Brasil, aunque con un nivel de negociación menor. No obstante, los volúmenes transados en el mercado integrado han sido casi inexistentes y lejanos a los volúmenes transados en los propios países (Ver Cuadro 6). Al parecer MILA no integró los mercados de valores de los cuatro países, sino que solo los interconectó²⁸, por lo que actúan como cuatro mercados separados.

**Cuadro 6. Volumen Transado a través de MILA
(Mayo 2011-Junio 2019)**

USD Millones	Chile	Colombia	México	Perú
Dentro de Sistema MILA				
Operaciones realizadas por Chile		48	17.3	39.4
Operaciones realizadas por Colombia	8		0	2.4
Operaciones realizadas por México	48	7.6		7.9
Operaciones realizadas por Perú	343.3	86.6	0.268	
Montos transados en sus bolsas	302,765	180,397	1,065,021	33,752

Fuente: Bolsas de los diferentes países.

²⁸ Incluso esto también es debatible existen traders de instituciones importantes que prefieren operar vía Bloomberg que con el sistema de la BVL.



Oportunidad de Mejora: acelerar la integración mediante un compromiso real de avanzar.

En un reciente informe OEAP sobre la Hoja de Ruta para la Integración Financiera en la Alianza del Pacífico se subraya tres factores claves para su integración real. El primero es la necesidad de un marco común y simple en materia tributaria, los que hoy son complejos y diferentes entre los países. En el corto plazo esto implica que las rentas obtenidas desde países del bloque donde el contribuyente no es residente se rijan por normas simples y uniformes entre los países miembros, como puede ser una tasa flat y baja para todos. Mirado en abstracto, si los países miembros convergiesen a una armonización y simplificación de sus respectivos marcos regulatorios y tributarios, incluyendo la interconexión entre autoridades de mercados de capitales y tributarias, se reducirían los costos de transacción para los inversionistas de operar en estas plazas. La realidad, sin embargo, es que por lo menos en materia tributaria, los códigos tributarios en cuanto a tributación de renta son bastante disímiles entre los países, lo que hace muy poco probable una convergencia de esta naturaleza.

El segundo factor importante es el spread cambiario para invertir en activos de los países del bloque. Actualmente no existen mercados cambiarios entre los países, por lo que es necesario utilizar el dólar como intermediario, lo que genera un doble cobro de spread que disminuye la rentabilidad y reduce el atractivo de la

inversión. De acuerdo con el informe los volúmenes de estas transacciones serían muy bajos para cubrir los costos de operar estos mercados. De otro lado, los sistemas de liquidación de los países no están interconectados lo que aumenta el riesgo de contraparte de las negociaciones de divisas entre países. Es más solo Perú opera en dólares y moneda local. Finalmente, la integración de la liquidación supone una estrecha coordinación y compromiso por parte de los cuatro bancos centrales.

Un tercer factor es el de un sistema de registro transfronterizo con procesos claros, simples y estandarizados para inversionistas, emisores y otros. Ya en el largo plazo se puede agregar la búsqueda de una jurisdicción única, pero esto ya cae más en el terreno del anhelo que de la posibilidad desde nuestro punto de vista.

Es importante señalar, que en el pasado países que se han integrado han sido beneficiados por una mejora en su estatus por parte del MSCI. El WAEMU²⁹ (West African Economic and Monetary Union) es un grupo de países conformados por Benín, Burkina Faso, Costa de Marfil, Guinea Bissau, Mali, Niger, Senegal y Togo que buscan una integración regional “real” que incluye la unificación de tarifas y de mercados. En 2016 MSCI lo reclasificó desde standalone hacia frontera. Una moneda común, sin embargo, no es una opción en nuestro caso.

Si el mercado integrado no es una solución para aumentar la escala para la negociación de las acciones locales, entonces es preciso redefinir los roles de la BVL y de las sociedades agentes de bolsa (además de los fondos dedicados a empresas locales que

se deberían fomentar). El mercado centralizado desde nuestro punto de vista debe liderar el desarrollo de nuevos emisores y la consolidación de empresas pequeñas y medianas en el mercado de valores. Al ser acciones de menor tamaño y en proceso de consolidación deberían ofrecer retornos con primas que ubiquen sus retornos esperados por encima de las acciones más grandes o que cotizan en Nueva York.

Esto debería atraer inversionistas foráneos y locales en búsqueda de inversiones con alto retorno en un mundo de tasas bajas, pero sin las restricciones que implica el mercado de private equity³⁰. Esta es una alternativa de desarrollo que la BVL podría explorar.

²⁹ <http://www.uemoa.int/en/amended-treaty>

³⁰ Llamado de capital, período largo de inversión congelada e información no pública (particularmente relevante en mercados emergentes).

Pocos Incentivos para fomentar la liquidez de la propia acción en el mercado de valores locales

La BVL registra más de 250 empresas con valores listados, sin embargo, un porcentaje minoritario de ellas realiza transacciones con una mínima frecuencia y volumen. Este hecho desnaturaliza la razón de ser de un mecanismo centralizado de negociación, cuyo objetivo debe ser ampliar la base de inversionistas potenciales para facilitar la incorporación de capital, siendo esto posible a través de la liquidez del mercado secundario. Si la gran mayoría de valores listados no opera bajo esta lógica, implica que estén otros incentivos que las induce a listar, pero no transar. Uno de estos incentivos puede derivarse de los beneficios tributarios de participar en un mecanismo centralizado de negociación (frente a no hacerlo).

Oportunidad de Mejora: incentivar el aumento de la liquidez de las propias acciones

Es razonable considerar si debiera agregarse algún requisito mínimo de transaccionabilidad, adicionalmente a listarse en un mecanismo centralizado, para mantener los beneficios tributarios, a fin de remover esta distorsión. Cualquier decisión de este tipo, evidentemente, debe contar con los mecanismos de alerta temprana y gradualidad necesarios, que permita la adopción de medidas correctivas, y de manera de darle predictibilidad tanto a los propios emisores como a los inversionistas.

En general, corresponde una revisión del marco legal, regulatorio y tributario para empresas listadas en mecanismos centralizados de negociación, de manera de identificar donde podrían existir incentivos perversos que induzcan al listado pero no a la negociación.

Compromiso con el Buen Gobierno Corporativo

El compromiso de las empresas para mantener un buen gobierno corporativo es clave para que el mercado de valores pueda cumplir con los roles que mencionamos al inicio de esta segunda parte del documento. No obstante, en Perú la teoría podría estar lejos de la práctica. En la última encuesta de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) se encuentra que en promedio solo 63% de las empresas cree cumplir con las 88 preguntas sobre principios de buen gobierno corporativo³¹. Más aún, el flujo de información es bajo en gran parte de las empresas listadas, lo que hace difícil hacer un análisis del valor de las mismas, desincentivando su negociación (reduce la liquidez). Asimismo, mantener directores independientes no es una práctica común. En la mencionada encuesta la SMV de 2017 y 2018 sólo 43% de las empresas participantes mencionaron que un tercio de sus directorios era independiente y que sólo el 24% respondió que los comités especiales están presididos por este tipo de directores. La cifra podría ser menor porque la definición de independiente podría no estar en línea con los estándares locales³².

³¹ Ver la encuesta completa en:

http://www.smv.gob.pe/Frm_RptGobiernoCorpAll?data=D26422E1700E88BE1959663E80941AA2B336827F2

³² Por ejemplo, es difícil sostener que un director independiente pueda durar 15 años como tal dentro de la empresa.

A pesar de esto la SMV viene desplegando esfuerzos en esta línea:

- 1.** En primer lugar tenemos la Resolución de Superintendencia N° 00029-2018-SMV/01, publicado el 10 de octubre de 2018 que regula las operaciones entre empresas relacionadas, para el caso de aquellas que tienen acciones inscritas en el mercado de valores³³.
- 2.** En segundo lugar, la Resolución de Superintendencia N° 00020-2019-SMV/01, publicado el 07 agosto de 2019, donde se establece que las empresas reguladas por la SMV (sociedades agentes de bolsa, fondos mutuos, etc.) por los servicios que prestan a sus clientes deben cumplir estándares mínimos de gobierno corporativo. Para ello, se establecen normas obligatorias que regulan el establecimiento de directores independientes, el reglamento y la operativa de los directorios, así como funciones de la gerencia y la necesidad de contar con una página web corporativa con requisitos establecidos³⁴.
- 3.** En tercer lugar, la Resolución SMV N° 016-2019-SMV/01 del 26 de junio de 2019, en donde se establece que si bien la adopción de las prácticas de buen gobierno corporativo contenidas en el Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas es voluntaria, las empresas que cuente con valores inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV) tiene la obligación de informar al público y a la SMV su grado de adhesión a los “Lineamientos para la Calificación de Directores Independientes”. Si se adhiere entonces tiene que cumplir con dichos lineamientos³⁵.

³³ Disponible en:

http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detallev1.aspx?data=4F255AD5C4D95FEF5348E2A70CE8648971F80028B9C03886

³⁴ Disponible en:

http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detallev1.aspx?data=C835FD9FB7C90C95AC4C9E064A04854B4B2FBC52DEF820C3#

³⁵ Disponible en:

<http://www.smv.gob.pe/sil/RSMV201900026003.pdf>

Oportunidad de Mejora: pasar de la recomendación a un mayor compromiso para cumplir con un buen gobierno corporativo si se quiere listar en bolsa.

Legalmente, la SMV no puede obligar a las empresas a cumplir el Código de Buen Gobierno corporativos. Por lo tanto, quedaría en manos de los inversionistas “disciplinar” a las empresas mediante el pedido continuo porque cumplan con el mencionado Código y, de no hacerlo, la incorporación en las valorizaciones de los costos de no mantener un buen gobierno corporativo.

En la práctica los inversionistas institucionales repiten en cada Junta de Accionistas la necesidad de cumplir con el Código de Buen Gobierno Corporativo, ante lo cual encontramos respuestas disímiles como poner en duda, por ejemplo, si unos directores independientes tienen realmente un impacto positivo sobre los resultados de las empresas en Perú. Por lo antes dicho, sería necesario evaluar una ley que obligue a lograr un estándar alto de gobierno corporativo para empresas listadas, que permita proteger a los minoristas, brindar información a los analistas que permita atraer capitales locales y extranjeros, lo que redundará en una mayor y mejor fuente de financiamiento para las empresas que lo logren. También sería importante alinear las normas sobre regulados de la SMV y la Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs (SBS), para darle fuerza a los objetivos.

Desarrollo de los préstamos de valores y las ventas en corto

El préstamo de valores y las ventas en corto son conceptos estrechamente ligados en la medida que el primero facilita la disponibilidad de papel para poder cerrar el segundo. La experiencia revisada de otros países emergentes ubica ambos conceptos como un indicador que puede facilitar el aumento de la liquidez de mercado y su acceso, como es mencionado, por ejemplo, en las mejoras de frontera a emergentes de Arabia Saudita (2018) y Qatar (2013). En Perú, en mayo de 2015 se introdujo una nueva regulación para mejorar el modelo de préstamo de valores, principalmente permitiendo que las acciones puedan ser usadas como colateral. Además, una nueva plataforma ha sido implementada para permitir la liquidación del préstamo de valores.

MSCI destaca esta iniciativa de las autoridades peruanas y la BVL como uno de los criterios claves para mantener a Perú como emergente. No obstante, los volúmenes negociados y el número de operaciones son extremadamente bajos. En 2019 el número de operaciones de préstamo de valores y de ventas cortas ha sido de 1 y 3 respectivamente, mientras que los volúmenes negociados fueron de USD 171 mil y S/. 1.28 millones respectivamente.

Cuadro 7: Ventas en Corto

Año	Monto en S/	° Operacion	Meses
2019	1,383,575	5	Hasta Agosto
2018	2,152,358	17	12
2017	1,591,561	18	12
2016	1,360,418	19	12
2015	36,069	5	Desde Setiembre

Fuente: Bolsa de Valores de Lima

Oportunidad de Mejora: incluir inversionistas extranjeros (con tamaño suficiente para ser relevante para los fondos de pensiones) y sociedades agentes de bolsa que actúen activamente como creadores de este nuevo mercado.

La primera versión de préstamo de valores no ponía énfasis en los inversionistas extranjeros por lo que estaba condenada a no progresar por dos razones. Primero el tamaño entre ofertantes (fondos de pensiones) y demandantes (el resto de los inversores locales) no hacía posible crear transacciones relevantes. Segundo, localmente no existe cultura de transacciones en corto. Por esta razón en su revisión de 2019 MSCI menciona que el préstamo de valores en Perú solo está disponible para acciones muy líquidas y que no está siendo usada³⁶.

La iniciativa en la que viene trabajando la BVL actualmente si involucra inversionistas foráneos, sería importante asegurarse que estos tengan el tamaño suficiente para negociar con los fondos de pensiones locales y experiencia en este tipo de transacciones. No obstante, será clave que en este mercado inicial las sociedades agentes de bolsa funcionen como creadores de mercado buscando activamente las puntas internacionales para ejecutar las transacciones. Un sistema de ranking con penalidades similar al programa de creadores de mercado de deuda pública puede ayudar con este fin. Además, es necesario un compromiso de los participantes más importantes del mercado con el desarrollo de mercado, ya que inicialmente la carga operativa puede ser alta para el impacto que puede tener en los retornos.

³⁶ Ver MSCI Global Market Accessibility Review, Junio 2019. Disponible en: https://www.msci.com/documents/1296102/1330218/MSCI_Global_Market_Accessibility_Review_June_2019.pdf/511b8357-58a5-4992-3774-47f60baa1505

Quick Wins y oportunidades de mejora sugeridas por MSCI

Además de los cambios estructurales mencionados antes, también existen oportunidades de mejora en los criterios de accesibilidad mencionados por MSCI³⁷ que pueden ayudar al desarrollo del mercado y que pueden ser llevadas a cabo sin mucho costo.

Los cuatro primeros puntos están relacionados a la necesidad de que el idioma inglés se encuentre al mismo nivel del español en el flujo de información de las empresas, el regulador y la BVL, así como en los documentos requeridos para las operaciones. En este sentido son la definición clásica de “quick wins”: tiene bajo costo y es posible lograrlos relativamente rápido.

- La primera es sobre la igualdad de derechos para inversionistas extranjeros. MSCI asegura que la información no está siempre disponible en inglés.
- Registro del inversionista y contabilidad. MSCI señala que el registro es mandatorio y el proceso es eficiente. Sin embargo, los documentos tienen que ser entregados en español.
- Regulación de mercado: no toda la información regulatoria se puede encontrar en inglés.

³⁷ Ibid.

Oportunidades de mejora sugeridas por MSCI

- Liquidación y compensación: hacer disponible estructuras ómnibus. Adicionalmente, para MSCI hay una ausencia de un sistema DVP real en la BVL, por lo que es preciso mejorarlo. CAVALI viene trabajando actualmente en una mejora del DVP.
- Negociación: limitado nivel de competencia entre brokers lo que puede llevar a altos costos de transacción. Este es un punto difícil de cambiar en el corto plazo porque tiene que ver también con la estructura de mercado poco líquida y profunda. Sin embargo, amerita evaluación de los costos y beneficios de una potencial rebaja de comisiones.
- Préstamo de valores y ventas en corto: este punto es abordado líneas arriba.

Recuadro. Lecciones del desarrollo del mercado de bonos peruano: la importancia del compromiso de todos los agentes de mercado³⁸.

En 2002 el mercado de bonos peruanos en soles era prácticamente inexistente y hoy se pueden negociar sin problemas S/.1,000 millones en un día. No obstante, en ese momento la historia de hiperinflación y devaluación seguía en la mente de los inversionistas que veían al dólar como la moneda de reserva de valor e incluso, en muchos casos, de intercambio y unidad de cuenta. Para los inversionistas era impensable en ese momento comprar un bono en soles a más de un año y para ese plazo ya tenían los Certificados de Depósitos del Banco Central. Esto hacía la tarea de construir un mercado de deuda en soles una tarea titánica, pero tenía que acometerse porque la deuda pública y privada denominadas principalmente en dólares era un riesgo alto para la estabilidad del país, y la herramienta de política monetaria carecía de poder en un entorno de alta dolarización de los agentes.

³⁸ Esta información es tomada principalmente de Villavicencio, Julio (2015) "Endeudándose con estrategia: ¿puede el sector público enseñar de finanzas al mundo privado?". Revista Semana Económica. Febrero. La versión extensa está disponible en: <http://semanaeconomica.com/invirtiendonestrategia/2015/03/03/endeudandose-con-estrategia-puede-el-sector-publico-ensenarle-de-finanzas-al-mundo-privado/>

El éxito del desarrollo de mercado desde nuestro punto de vista tiene tres factores principales: el compromiso real de los principales actores del mercado (privado y público), la discusión permanente de los que operaban en el mercado, la obtención de lecciones de otras experiencias, y la creación del Programa de Creadores de Mercado como medio para fomentar liquidez de un mercado naciente. A continuación, las etapas seguidas:

- Primero se hizo un análisis de la urgencia del desarrollo del mercado de deuda en soles peruano. Este proyecto fue liderado por el Ministerio de Economía y Finanzas con la participación de las principales entidades del estado involucradas Banco Central, SBS y CONASEV (hoy SMV).
- Las conclusiones del análisis fueron presentadas a los accionistas mayoritarios de los principales jugadores del mercado de los que se obtuvo un compromiso “real”, poniendo a disposición del proyecto sus principales colaboradores involucrados con el tema. Al final era un proyecto en el que todos se iban a beneficiar con el crecimiento del mercado.
- Luego, se organizaron rondas locales de discusión en donde se identificaban problemas y soluciones. La tarea era sacar una lista concreta de acuerdos y tareas.
- Asimismo, se organizaron rondas con invitados internacionales (del sector privado y público) que habían logrado el desarrollo de su mercado de deuda para sacar lecciones y discutir las posibilidades de aplicarlo en el mercado local.
- Al ser un mercado incipiente era necesario que existan agentes comprometidos con el desarrollo de la liquidez. Es así como se creó el Programa de Creadores de Mercado el cual contenía una serie de criterios que establecían beneficios y obligaciones para sus participantes con el objetivo de aumentar la liquidez y profundidad de mercado. Para motivar la competencia se utilizaba un sistema de puntaje, donde los que hacían un buen trabajo quedaban en los primeros puestos (lo que era una estrella de cara a los clientes extranjeros y locales) y los peores eran retirados del programa por un año.

Muchas de estas lecciones son aplicables al caso del desarrollo del mercado de acciones, aunque existen diferencias importantes. Primero, la oferta del mercado de deuda pública crece constantemente generando un tamaño lo suficientemente alto para atraer inversionistas foráneos. En cambio, la oferta de acciones en Perú no crece continuamente. Segundo, existe un contexto internacional positivo para los bonos de Perú, aunque no tanto para sus acciones. El entorno de tasas de interés internacional y la estabilidad fiscal de Perú con relación a la región emergente (y desarrollada) hace los bonos peruanos altamente apetecibles por inversionistas locales y extranjeros. En cambio, al ser la bolsa peruana mayoritariamente minera su atractivo se ha reducido desde el cambio de estrategia de crecimiento de China. Gran parte de estas diferencias son exógenas, aunque se pueden minimizar fomentando el aumento de la emisión de acciones de las empresas que se encuentren en la etapa de evolución para hacerlo.

La mayor diferencia, sin embargo, consiste en el rol del sector público. En el caso del mercado de deuda, el tesoro era el actor central por el lado de la oferta para el desarrollo de la curva de rendimiento que sirviera posteriormente de ancla a las emisiones el sector privado. El emisor era el tesoro. En contrapartida, el rol que se requería al sector privado era primordialmente de ayudar a generar y ordenar la demanda por los instrumentos emitidos por el sector público. El desarrollo de un mercado privado de deuda no era un objetivo, por lo menos no uno central ni inmediato. El esperado era que, en línea con otras experiencias, se derivaría de aquel de deuda pública conforme se consolidara una curva de rendimiento (pública).

El rol del Estado, por lo tanto, se limita a generar las condiciones regulatorias adecuadas para el desarrollo del mercado bursátil. Las recomendaciones arriba indicadas apuntan en esa dirección. Sin embargo, es fundamental señalar que varias de las acciones en terreno público ya han sido adoptadas en los últimos años, a raíz de la consulta del 2015, e inclusive los dos años previos al anuncio de dicha consulta. Mucho de lo que resta por hacer, está en campo de stakeholders privados. Los esfuerzos de la BVL y Cavali en los últimos años han sido importantes. La gran pregunta es si los otros participantes privados, incluyendo emisores y potenciales emisores, agentes de bolsa y creadores de mercado, están poniendo el mismo compromiso que en su momento se mostró en la formación del mercado de deuda pública.

Una lección valiosa de la exitosa experiencia en el mercado de renta fija es que deben fijarse objetivos y acciones concretos. En el caso del mercado bursátil, es fundamental fortalecer las acciones “suplentes”, no sólo para reducir la probabilidad de un downgrade de parte de proveedores de índices, sino para que sirvan de locomotoras para generar liquidez, a su vez, en otros nombres. Debería haber una estrategia específica, evidentemente contando con la voluntad y la participación activa de las empresas involucradas, para elevar el flotante libre y el ATVR, de estos nombres. Ello implica una agenda de trabajo ad hoc con InRetail y Alicorp, con el objetivo que puedan ser parte del MSCI Perú; y con Ferreycorp y Volcan, para que puedan integrar el Small Cap Perú, y eventualmente, el MSCI Perú. En el futuro, idealmente serán otros nombres los que irán haciendo esta transición.

Conclusiones

El informe tiene dos partes. La primera busca estimar los posibles impactos de una reclasificación del índice MSCI Perú desde emergente a frontera. La segunda parte se plantea propuestas para mejorar el mercado de valores peruano lo que, como consecuencia, ayudaría a minimizar el riesgo de una reclasificación.

Si nos guiamos solo por los números, la probabilidad de un downgrade del índice MSCI Perú es baja en el corto plazo en la medida que los tres componentes actuales sobrepasan los requerimientos exigidos. No obstante, los riesgos de mediano plazo son elevados: (1) la posibilidad que algún componente actual pase a MSCI EE.UU. (ejemplo, tentativa 2015 sobre Southern Copper), al tiempo que no contamos con acciones suplentes en el mercado local; y (2) que los cambios que viene impulsando las autoridades peruanas y la Bolsa de Valores de Lima (BVL) para mejorar la liquidez y la estructura de mercado no obtengan los resultados esperados.

Debido al alto riesgo comentado es necesario evaluar cuál podría ser el impacto de un potencial downgrade. Teóricamente el principal canal de transmisión de una reclasificación es la incorporación de una prima por riesgo frontera dentro del costo de capital de las empresas, lo que reduciría sus precios y su múltiplo de equilibrio. La literatura coincide en que existen efectos negativos grandes en el corto plazo; sin embargo, no hay consenso en los efectos de largo plazo. Por ello, recurrimos a un análisis más profundo de una muestra de países que cambiaron de estatus emergente a frontera. En específico revisamos principalmente los casos de Argentina y Jordania, los que al igual que la literatura sugieren fuertes impactos de corto plazo, pero que se van diluyendo en el tiempo (2-4 meses), persistiendo impactos de largo plazo considerablemente menores.

Si bien el índice peruano no llegó a ser reclasificado, tratamos de entender cuánto del evento de la consulta de 2015 se ha incorporado en los precios a través de la prima por riesgo frontera, pues la evidencia estudiada muestra que mientras más sorpresivo sea el evento mayor será su impacto. Nuestra conclusión es que desde 2015 hubo un “efecto despertar” de los inversionistas que llevó a una incorporación parcial del riesgo frontera en los precios, lo que reduce el impacto que pueda tener una potencial reclasificación en el largo plazo. Es decir, parte del daño ya está hecho. No obstante, en el corto plazo el choque puede ser relevante. Estimamos que solo por fondos pasivos emergentes podrían salir USD 1.9 mil millones (no hay información pública sobre fondos activos), que sería contrarrestado solo parcialmente por el flujo de fondos pasivos que siguen al MSCI Frontera. La acción más afectada dentro del índice MSCI Perú sería Credicorp por representar cerca del 70% del índice. Adicionalmente, encontramos que la incorporación del factor prima de mercado frontera es menor en las acciones que se negocian localmente por lo que los efectos podrían ser mayores en estos casos. Este efecto negativo podría ser contrarrestado en las empresas locales más líquidas que formen parte del índice MSCI Frontera, lo que les permitiría atraer un nuevo flujo de inversionistas, aunque probablemente menor al existente previamente, dadas las magnitudes relativas de ambos índices.

Finalmente, se evaluaron los impactos potenciales en el resto de las variables locales, más allá del precio y el múltiplo de las acciones. Para ello, tomamos el riesgo país por ser uno de los más importantes. El resultado fue que mientras que el índice MSCI Perú ha ido incorporando gradualmente la prima por el riesgo de convertirse en frontera, el riesgo país ha seguido una tendencia decreciente. Aparentemente los inversionistas separan correctamente unos buenos fundamentos macroeconómicos (principalmente asociados a la estabilidad fiscal y la mayor capacidad de crecimiento sostenido) de una estructura del mercado de acciones que no permite elevar su liquidez. La otra variable que podría ser candidata a afectarse por la salida de flujos

en el corto plazo es el tipo de cambio. No obstante, en la práctica es difícil tener una buena aproximación de lo que podrían ser los flujos de salida de extranjeros. De otro lado, los inversionistas foráneos suelen exponerse a Perú mediante las tres acciones que componen el índice MSCI y en el mercado local el porcentaje de foráneos invertidos en renta variable está cerca de sus mínimos, aunque aún representan más de un tercio del total. A nivel microeconómico si vemos un efecto riqueza negativo para los fondos y agentes que invierten en acciones locales, principalmente a través de los fondos de pensiones que mantienen más de un décimo del multifondo en esa clase de activo.

En la segunda parte del documento nos centramos en identificar los problemas que pueden estar afectando el rol de la bolsa de valores local y con ello generar bajos niveles de liquidez y profundidad de mercado. Ello porque la experiencia internacional y local muestra que los cambios de MSCI son el resultado de una tendencia del mercado de valores y no al revés. Esto no implica, como veremos en la primera parte de este informe, que el MSCI no pueda generar un “efecto despertar” en los inversionistas.

El primer problema que se abordó es el de una estructura de mercado que por construcción genera un bajo nivel de liquidez. Por el lado de la oferta, solo el 36% de la capitalización de mercado de las principales acciones locales se mantiene como flotante libre, mientras por el lado de la demanda, los fondos de pensiones mantienen alrededor del 60% de dicho flotante. Esto se agrava debido a que estos inversionistas no pueden rotar de manera relevante sus acciones locales, porque por su tamaño podrían generar un impacto en el mercado. Se propone desconcentrar el flotante mediante la delegación gradual y parcial a fondos especializados.

El segundo punto es la necesidad de afianzar las cuatro acciones que se encuentran cercanas a los requisitos exigidos por MSCI: Ferreycorp, Inretail, Alicorp y Volcan. Si bien la BVL ha impulsado creadores de mercado para estos títulos con el objetivo de fomentar su liquidez, es necesario aumentar el número de estos creadores y dotarlos de un saldo suficiente que les permita poner puntas de compra y venta en el mercado secundario. Una vez dotados de un saldo adecuado de acciones disponibles, se podría diseñar un mecanismo similar al que existe en los bonos soberanos que aliente la competencia entre los creadores de mercados por fomentar la liquidez. El involucramiento de estas cuatro empresas en este proyecto es clave para el éxito del mismo.

El tercer problema es la excesiva importancia de los créditos en el financiamiento de las empresas. Lo que se encuentra en la evidencia empírica es que, en algunos casos, el sistema bancario es clave para el mercado de capitales, pero un tamaño excesivamente grande puede inhibir su desarrollo. Se propone generar los incentivos necesarios para promover el desarrollo de fondos de inversión especializados.

El cuarto problema es el hecho de que las empresas que llegan a tener tamaño grande pueden migrar a bolsas más líquidas como la de Nueva York, en búsqueda de un mayor tamaño y diversidad de inversionistas que los puedan financiar. Para los inversionistas esto implica mayor liquidez y un menor costo de negociación de acciones. Una forma de evitarlo es darle escala a la bolsa local mediante procesos de integración con otros países, como puede ser MILA. No obstante, en la revisión que hacemos explicamos por qué esta iniciativa, más que una integración de mercado ha sido solo una interconexión de los mismos. Finalmente, resaltamos el caso del bloque WAEMU que en 2016 logró una mejora en su clasificación como grupo por parte de MSCI.

Si el mercado integrado no es una solución para aumentar la escala

para la negociación de las acciones locales, entonces es preciso redefinir los roles de la BVL y de las sociedades agentes de bolsa. El mercado centralizado desde nuestro punto de vista debe liderar el desarrollo de nuevos emisores y la consolidación de empresas pequeñas y medianas en el mercado de valores. Al ser acciones de menor tamaño y en proceso de consolidación es esperable que ofrezcan retornos con primas que ubiquen sus retornos esperados por encima de las acciones más grandes o que cotizan en Nueva York. La formación de fondos dedicados será clave en esta función. Esta nueva bolsa debería atraer inversionistas foráneos y locales en busca de inversiones con alto retorno en un mundo de tasas bajas, pero sin las restricciones que implica el mercado de private equity.

En quinto lugar, revisamos la situación actual del mercado de valores donde existe un alto número de emisores listados, pero solo un porcentaje minoritario de ellos realiza transacciones con una mínima frecuencia y volumen. En la búsqueda por identificar los incentivos que generan esta situación encontramos los beneficios tributarios de participar en un mecanismo centralizado de negociación. Respecto de ello, proponemos considerar si debiera agregarse algún requisito mínimo de transaccionabilidad, adicionalmente a listarse en un mecanismo centralizado, para mantener los beneficios tributarios, a fin de remover esta distorsión.

En sexto lugar, se enfatizó la necesidad de pasar a un esquema que comprometa con más firmeza a las empresas listadas en la BVL para cumplir con prácticas de buen gobierno corporativo. Si bien la Superintendencia del Mercado de Valores ha avanzado en esta línea, no puede obligar al cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo, por lo cual sería necesario evaluar una ley que obligue a lograr un estándar alto en esta materia para empresas listadas, que permita proteger a los minoristas, brindar información a los analistas que permita atraer capitales locales y extranjeros, lo que redundará en una mayor y mejor fuente de financiamiento para las empresas que lo logren. También sería importante alinear las normas sobre regulados de la SMV y la Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs (SBS).

En séptimo lugar, se analizó la experiencia de préstamos de valores y ventas en corto, subrayando la necesidad que en este tipo de proyectos se consideren inversionistas extranjeros debido a que estos tienen el volumen para negociar con los inversionistas locales grandes (AFPs) y la experiencia de efectuar este tipo de operaciones.

Finalmente, se abordaron los Quick Wins sugeridos por MSCI en sus diferentes informes los cuales apuntan principalmente al desarrollo de un DVP “real”, la posibilidad de contar con cuentas ómnibus, aumentar la competencia de los brokers y equiparar el idioma inglés al español en los flujos de información y en los documentos regulatorios.

Bibliografía

Binder J. J. (1985) "On the Use of the Multivariate Regression Model in Event Studies", Journal of Accounting Research.

Burcu Hacibedel & Jos van Bommel (2007). "Do emerging markets benefit from index inclusion?" Money Macro and Finance (MMF) Research Group Conference 2006 128, Money Macro and Finance Research Group.

Chen, H., Noronha, G., Singal, V., (2004). The price response to s & p 500 index additions and deletions: evidence of asymmetry and a new explanation. J. Finance 59, 1901–1929.

Chung-Wen Hung y Cheng-Yi Shiu (2016). Trader activities, ownership, and stock price reactions to MSCI standard index changes: Evidence from Taiwan. Journal of Multinational Financial Management. Volume 36, September, Pages 49-63.

Claessens, Stijn, Daniela Klingebiel, and Sergio L. Schmukler (2002). "The Future of Stock Exchanges in Emerging Economies: Evolution and Prospects" Brookings-Wharton Paper.
https://www.researchgate.net/publication/2589532_The_Future_of_Stock_Exchanges_in_Emerging_Economies_Evolution_and_Prospects

Harris, L., Gurel, E., 1986. Price and volume effects associated with changes in the s & p 500 list: new evidence for the existence of price pressures. J. Finance 41, 815–830.

Huang, Wei and Chakrabarti, Rajesh and Jayaraman, Narayanan and Lee, Jinsoo (2005), Price and Volume Effects of Changes in MSCI Indices - Nature and Causes. Available at SSRN:
<https://ssrn.com/abstract=664185> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.664185>

Hung-Ling Chen, Cheng-Yi Shiu y Hui-Shan Wei (2019). "Price effect and investor awareness: Evidence from MSCI Standard Index reconstitutions". Journal of Empirical Finance. 50. 93-112.

Kalman (1960) "A New Approach to Linear Filtering and Prediction Problems". Journal of Basic Engineering, 82 (Series D): 35-45
<https://www.cs.unc.edu/~welch/kalman/media/pdf/Kalman1960.pdf>

Melas, D. (2019). "The Future of Emerging Markets: 30 Years On from the Launch of the MSCI Emerging Markets Index". MSCI. Abril.

Merton, Robert C., 1987, A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information, The Journal of Finance 42(3), 483-510

MSCI (2019) "MSCI Global Investable Market Indexes Methodology". Junio.

MSCI (2019) "MSCI Global Market Accessibility Review". Junio.

MSCI (2016) "Results of MSCI 2016 Market Classification Review". Junio 14.
<https://www.msci.com/documents/10199/4b1ba122-5f18-4a36-91c0-41a9b358c2ff>

MSCI (2016) "Consultation on a market reclassification proposal for the msci peru indexes Potential Reclassification from Emerging to Frontier Markets". Abril.
<https://www.msci.com/documents/1296102/2907491/Consultation+on+a+-Market+Reclassification+Proposal+for+the+MSCI+Peru+Indexes/691d9a13-48cb-43f4-993b-e2b9f381a248>

MSCI (2015) "Conclusions of the Consultation on the Potential Market Reclassification for the MSCI Perú Index". 30 de Septiembre.
<https://www.msci.com/documents/10199/238444/Conclusions+of+The+Consultation+on+The+Potential+Market+Reclassification+for+The+MSCI+Peru+Index/ec14b26c-c93d-4e0d-9090bce7e0eee690>

MSCI (2015) "Consultation on a market reclassification proposal for the msci peru indexes Potential Reclassification from Emerging to Frontier Markets". Agosto.
<https://www.msci.com/documents/1296102/1626811/Consultation+on+a+Market+Reclassification+Proposal+for+the+MSCI+Peru+Indexes/620519d7-db1a-4810-bab8-58f09e721bb0>

MSCI. Informes sobre consulta y anuncio de varios países disponible en: www.msci.com

OEAP (2018) "Hoja de Ruta para la Integración Financiera en la Alianza del Pacífico". Mimeo.

Rajesh Chakrabarti y otros (2005) "Price and Volume Effects of Changes in MSCI Indices – Nature and Causes"

Saidi, N., A. Prasad, and V. Naik (2012) "From Frontier to Emerging: Does Market Reclassification Matter?" Dubai International Financial Centre Economic Note, no. 19.

Shleifer, A., (1986). Do demand curves for stocks slope down?. J. Finance 41, 579–590.
Stephen Brown y Jerold Warner (1985) "Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies", Journal of Financial Economics.

Terence C. Burnham, Harry Gakidis, Jeffrey Wurgler (2017). "Investing in the Presence of Massive Flows: The Case of MSCI Country Reclassifications". NBER Working Paper No. 23557.

Tsaurai, Kunofiwa (2018) "What are the determinants of stock market development in emerging markets?" Academy of Accounting and Financial Studies Journal. Volume 22. Issue 2.

Villavicencio, Julio (2015) "MSCI mantuvo por ahora al Perú como emergente, pero hay que trabajar duro" <http://semanaeconomica.com/invirtiendonestrategia/2015/10/01/msci-mantiene-a-peru-como-emergente-es-tiempo-de-celebrar/>

Villavicencio, Julio (2015) "Endeudándose con estrategia: ¿puede el sector público enseñar de finanzas al mundo privado?". Revista Semana Económica. Febrero. Versión extensa
<http://semanaeconomica.com/invirtiendonestrategia/2015/03/03/endeudandose-conestrategia-puede-el-sector-publico-ensenarle-de-finanzas-al-mundo-privado/>

Yartey, C.A. & Adjasi, C.K. (2007). Stock market development in Sub-Saharan Africa: Critical issues and challenges. IMF Working Paper No. 07/209.23w23w.

Anexos

ANEXO 1 – ESTUDIO DE CASOS POR PAIS

Pakistan-Downgrade 2008

- En 10 diciembre de 2008 MSCI anunció que Pakistan sería degradado a Frontera con ejecución el 31 del mismo mes. La repentina decisión se debió al deterioro de las condiciones de inversión producto de la imposición de una "regla de piso" ("floor rule") impuesta en agosto de dicho año, la cual causó una parálisis en el mercado de acciones y una distorsión significativa de la valorización de portafolio mediante el mantenimiento de precios a niveles artificiales.
- El resultado fue que el índice se desplomó por la magnitud de la sorpresa: no hubo espacio para procesar (no encontramos consulta) y, a diferencia de Jordania, no era algo que se venía venir porque sus niveles de liquidez no sugerían un cambio de clasificación.
- Esta manipulación en el mercado de valores de Pakistan generó una distorsión en el proceso estocástico que lo regía, por ello, se asumió que los movimientos del índice MSCI eran 100% idiosincráticos al país. Cabe señalar, que la manipulación no nos llevó a eliminarlo de la muestra, en la medida que al siguiente año fue removida la "regla piso" y otras restricciones lo que permitió que Pakistan vuelva a pertenecer a mercados frontera. El supuesto es que el tiempo transcurrido y la remoción de restricciones permitiría después de un año que los precios se ajusten al verdadero proceso estocástico aunque no lo conozcamos.
- Entre las fechas de anuncio y efectiva el índice cayó más de 50%, pues los precios tenían que ajustarse porque venían de tener un piso en medio de la crisis global más grande desde 1929. En este sentido no tomaremos Pakistan dentro del cálculo promedio porque no se ajusta a las condiciones actuales de Perú.

Marruecos-Downgrade

- En junio de 2012 MSCI emite una consulta en la que señala que Marruecos está más en línea con los requerimientos de tamaño y liquidez de los Mercados Frontera, destacando el hecho de que solo tiene tres componentes. Asimismo, en el anuncio se destaca la imposibilidad de revertir la tendencia decreciente de la liquidez que empezó desde 2008.
- Los resultados muestran que esta iliquidez de mercado señalada por MSCI desconectó a Marruecos de los factores de riesgo. Por lo que asumiremos que sus movimientos son 100% idiosincráticos por lo que tomaremos directamente el índice.

Cuadro Marruecos Downgrade: Indicadores de Regresión

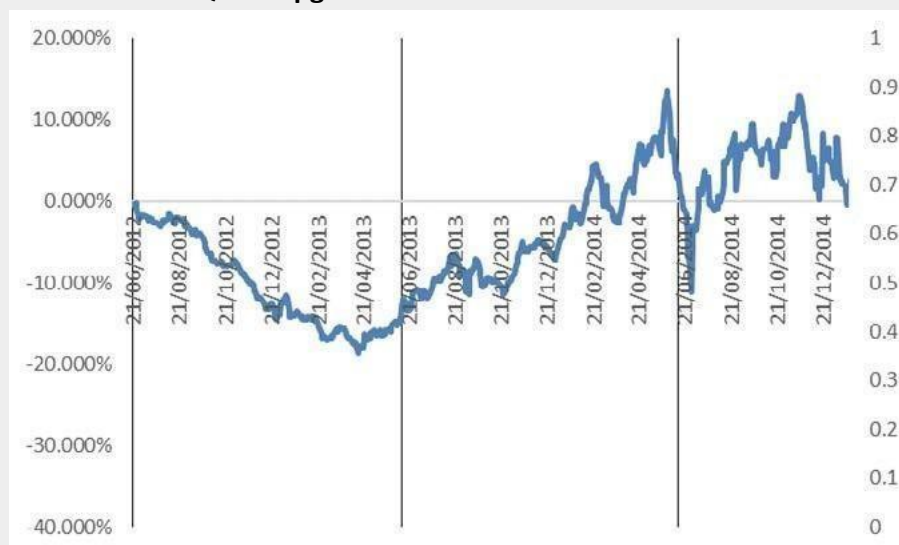
	Frontera	Emergente	S&P	Constante
Beta	0.125	0.188	0.18	- 0.001
Error Est.	0.137	0.115	0.109	0.001
R2/ Err.Reg	0.021	0.009		
Estadístico t	0.910	1.642	1.671	
	No Significativo	No Significativo	No Significativo	

- Desde la consulta hasta el anuncio el índice cayó 15%. Entre el anuncio y la fecha efectiva no hay casi movimiento, aunque dentro del intervalo hay caídas y recuperaciones. Los siguientes tres meses posteriores a la fecha efectiva se mantuvo fluctuando al mismo nivel de dicha fecha.

Qatar-Upgrade

- En junio de 2012 MSCI emite una consulta en la que destaca las potenciales mejoras operacionales y de inversión para extranjeros. Estas mejoras fueron respaldadas por los inversionistas consultados quienes destacaron el sistema DVP, el nuevo mecanismo que incluye préstamo de valores y el compromiso por aumentar el porcentaje que los extranjeros pueden tener en la propiedad de empresas locales.
- Entre las fechas de consulta y de anuncio hay un movimiento de -15%, que luego es más que recuperado en el período anuncio-efectiva donde sube 18.7%, haciendo un acumulado consulta-efectiva de 3.5%.
- En los meses que siguen a la fecha efectiva hay una subida que llega a ser cerca de 10% la misma que luego converge a los niveles de la consulta, 6 meses después de la fecha mencionada. Aunque siempre queda más de 10% por encima de la fecha efectiva.

Gráfico Qatar Upgrade: Retornos Anormales Acumulados

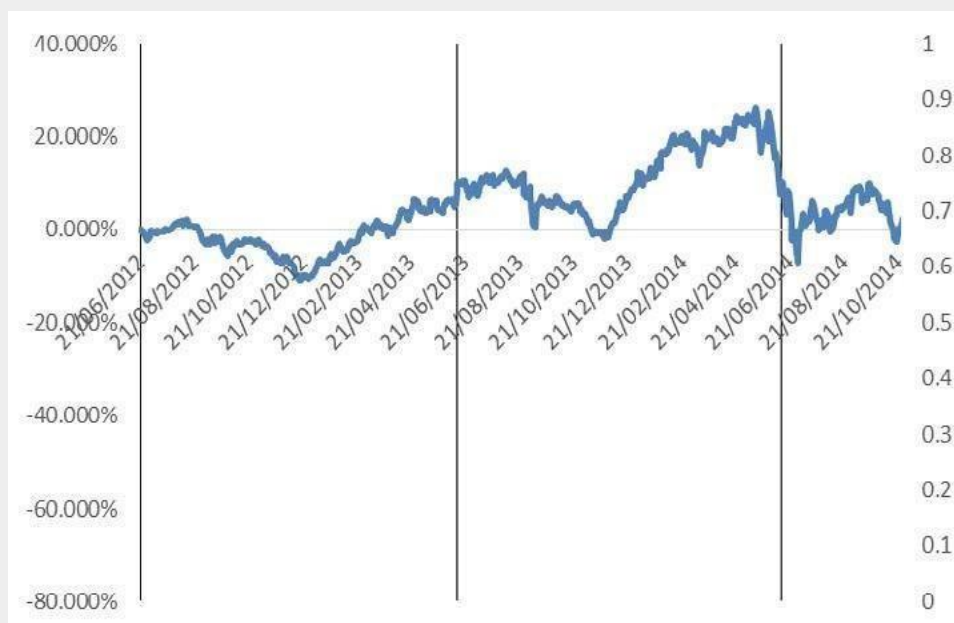


Nota: las tres líneas verticales son la fecha de consulta, el anuncio y la efectiva.

Emiratos Árabes Unidos (EAU)-Upgrade

- En junio de 2012 MSCI emite una consulta que terminará en la mejora del estatus desde Frontera hacia Emergente. Se destacan entre las razones las mejoras en el sistema de DVP y un mecanismo que permitiría remover los requerimientos para los inversionistas extranjeros de operar con una estructura de cuenta dual.
- Entre las fechas de consulta y de anuncio hay un movimiento de 8%, que luego es más que recuperado en el período anuncio-efectiva donde sube 2%, haciendo un acumulado consulta efectiva de 10.3%. Este retorno se diluye rápidamente al siguiente mes aunque se recupera para dejar el retorno acumulado fluctuando alrededor de 3%.

Gráfico EAU: Retornos Anormales Acumulados

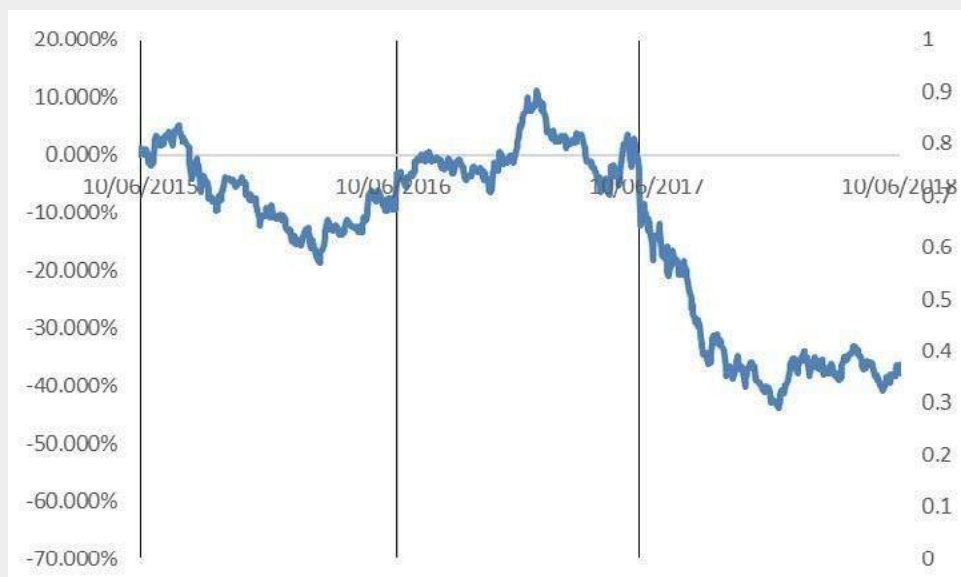


Nota: las tres líneas verticales son la fecha de consulta, el anuncio y la efectiva.

Pakistan-Upgrade

- Luego del downgrade 2008, Pakistan volvió a ser Frontera en 2009. Posteriormente, en 2015 se lanza una consulta para proponer a dicho país para el índice emergente, propuesta que es anunciada positivamente en 2016 y ejecutada en 2017.
- Entre las fechas de consulta y de anuncio hay un movimiento de -4.2% el cual se revierte totalmente tres semanas antes de la fecha efectiva donde los retornos anormales vuelven a cero. Incluso días después los retornos anormales acumulados llegan a estar 3.6% respecto a la fecha de consulta y 8% respecto a la fecha de anuncio. Luego le sigue una caída continua que puede estar contaminada por otros factores idiosincráticos.

Gráfico Pakistan: Retornos Anormales Acumulados

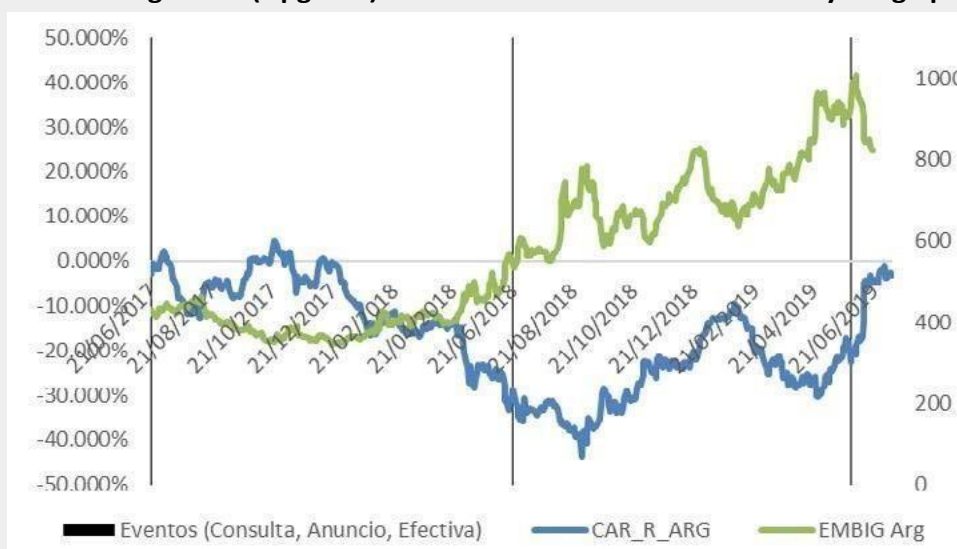


Nota: las tres líneas verticales son la fecha de consulta, el anuncio y la efectiva.

Argentina-Upgrade

- Luego del downgrade 2009, Argentina removió las restricciones de accesibilidad al mercado (depósitos mandatorio, límite máximo de repatriación, aprobación del Banco Central para repatriación, entre otros). Así que una primera consulta en 2016 proponía a Argentina como Emergente. Luego en 2017 se vuelve a hacer la consulta hasta que en 2018 se acepta el cambio. Este se ejecuta en 2019.
- Entre las fechas de consulta y de anuncio hay un movimiento de -28%, que luego es más que recuperado en el período anuncio-efectiva donde sube 8.6%, haciendo un acumulado consulta-efectiva de -22%. Este retorno se negativo se diluye casi en su totalidad un mes después.
- Los retornos anormales negativos se deben a dos factores: (1) la alta sensibilidad a los factores de riesgo y (2) desde 2018 un aumento del riesgo idiosincrático argentino medido con el riesgo país, el cual paso de 400pbs y estuvo en su peor momento a llegar cerca de 1000pbs. Fue el tiempo en que las medidas del gobierno generaron zozobra en el mercado, detonando grandes devaluaciones.
- Los resultados de las elecciones primarias, que probablemente se corroboren en las elecciones generales de octubre, casi con seguridad subordinen el desempeño del mercado bursátil a los eventos políticos, y, por tanto, hagan improbable un análisis basado en eventos endógenos al mercado bursátil.

Gráfico Argentina (Upgrade): Retornos Anormales Acumulados y riesgo país



Nota: las tres líneas verticales son la fecha de consulta, el anuncio y la efectiva.



BVL

100