

# Condiciones e impacto de la posible **reclasificación de la Bolsa de Valores de Lima como Mercado Frontera**

**Oscar Alonso Huamán Montenegro**

20171547

Estudiante de octavo ciclo de estudios de la Facultad de Ciencias Contables de la PUCP.

Coordinador del Equipo de Tributación de la Revista Lidera. [ohuaman@pucp.edu.pe](mailto:ohuaman@pucp.edu.pe)

## 1. Introducción

A nivel internacional, proveedores de índices bursátiles como MSCI o FTSE Russell evalúan los mercados de valores de los países y los clasifican, en sus índices globales, como mercado desarrollado, mercado emergente o mercado frontera. Cabe precisar que, si bien se suele compartir la nomenclatura de las categorías mencionadas, cada proveedor establece su propia metodología de clasificación. Adicionalmente, esta metodología es susceptible de modificaciones, como es el caso de FTSE Russell que, en enero de 2020, aumentó los criterios para clasificar a un país como mercado emergente. Consecuentemente, en su reporte de marzo, comunicó que Perú no satisface estos nuevos criterios, por lo que será reclasificado en mercado frontera, lo cual será efectivo a partir de setiembre. En respuesta, la Bolsa de Valores de Lima sostuvo que MSCI es el principal indicador en lo que respecta a mercados emergentes y que este mantiene la clasificación de Perú en dicha categoría. Sin embargo, al evaluar la metodología de clasificación de MSCI, es factible reconocer la posibilidad latente de una reclasificación a mercado frontera.

En ese sentido, el presente artículo propone comprender tanto los factores condicionantes como las implicancias de la posible reclasificación de Perú como mercado frontera por parte

de MSCI. Así, en un primer momento, se explicará la situación del cumplimiento de los criterios de clasificación como mercado emergente. Para ello, se revisarán las deficiencias estructurales que apuntan a una posible degradación. Posteriormente, se plantearán las virtuales implicancias en el mercado de valores peruano, en términos de corto y largo plazo. Por último, se presentarán las conclusiones obtenidas a lo largo del análisis.

## 2. Cumplimiento de los criterios de clasificación como mercado emergente

En junio de cada año, MSCI anuncia los resultados de su evaluación de los mercados de valores a nivel mundial, con lo que los usuarios pueden conocer la clasificación asignada a cada país. En ese sentido, el pasado 17 de junio de 2020, publicó el MSCI Global Market Accessibility Review (MSCI 2020b), el cual mantiene la clasificación de Perú en la categoría de mercado emergente, tal como lo ilustra el cuadro 1. Posteriormente, el 23 de junio, publicó el MSCI 2020 Market Classification Review (MSCI 2020a), el cual no menciona revisiones con respecto a Perú. Sin embargo, en su ejemplar del año previo (MSCI 2019), se advierte la posibilidad de presentar una revisión, debido a que Perú cumple ajustadamente su clasificación como mercado emergente.

**Cuadro 1. Clasificación de mercados 2020 según MSCI**

DEVELOPED MARKETS			EMERGING MARKETS			FRONTIER MARKETS		
Americas	Europe & Middle East	Pacific	Americas	Europe, Middle East & Africa	Asia	Europe & CIS	Middle East & Africa	Asia
Canada	Austria	Australia	Argentina	Czech Republic	China	Croatia	Bahrain	Bangladesh
United States	Belgium	Hong Kong	Brazil	Egypt	India	Estonia	Jordan	Sri Lanka
	Denmark	Japan	Chile	Greece	Indonesia	Kazakhstan	Kenya	Vietnam
	Finland	Singapore	Colombia	Hungary	Korea	Lithuania	Lebanon	
	France		Mexico	Kuwait	Malaysia	Romania	Mauritius	
	Germany		Peru	Poland	Pakistan	Serbia	Morocco	
	Ireland			Qatar	Philippines	Slovenia	Nigeria	
	Israel			Russia	Taiwan		Oman	
	Italy			Saudi Arabia	Thailand		Tunisia	
	Netherlands			South Africa			WAEMU	
	Norway			Turkey		<b>STANDALONE MARKETS</b>		
	Portugal			United Arab Emirates		<b>Americas</b>	<b>Europe &amp; CIS</b>	<b>Middle East &amp; Africa</b>
	Spain					Jamaica	Bosnia & Herzegovina	Botswana
	Sweden					Panama	Bulgaria	Palestine
	Switzerland					Trinidad & Tobago	Iceland	Zimbabwe
	United Kingdom						Malta	

Fuente: MSCI 2020b.  
Elaboración propia

La metodología de clasificación de MSCI establece una serie de criterios para cada categoría, los cuales se agrupan en tres tipos: criterios de desarrollo económico, criterios de tamaño y liquidez, y criterios de accesibilidad al mercado. El cumplimiento o incumplimiento de estos conduce a la movilidad entre las categorías de mercado. Si nos concentramos en la categoría de mercado emergente, categoría relevante para Perú, encontraremos que los criterios de desarrollo económico no son requeridos.

Por su parte, sobre los criterios de tamaño y liquidez, se establece que un mínimo de tres compañías deben cumplir con los siguientes criterios:

1. tamaño de la compañía (full market cap) de USD 1,400 mm
2. tamaño del activo (float market cap) de USD 700 mm

3. liquidez del activo (ATVR) de 15%.

A su vez, sobre los criterios de accesibilidad al mercado, se establece que se debe cumplir con los siguientes criterios:

1. significativa apertura a inversiones extranjeras
2. significativa facilidad de entradas y salidas de capital
3. buena y probada eficiencia del marco operacional
4. alta disponibilidad de instrumentos de inversión
5. modesta estabilidad del marco institucional (MSCI 2020c).

Para un mejor entendimiento, estos criterios de clasificación como mercado emergente se resumen en el cuadro 2.

**Cuadro 2. Criterios de clasificación como mercado emergente 2020 según MSCI**

Criterios	Desarrollo económico	Tamaño y liquidez	Accesibilidad al mercado
<b> Mercados Emergentes</b>	Sin requerimientos	3 compañías que cumplan:  <b>1) Tamaño de la compañía (full market cap):</b> USD 1,400 MM <b>2) Tamaño del activo (float market cap):</b> USD 700 MM <b>3) Liquidez del activo (ATVR):</b> 15%	<b>1) Apertura a inversiones extranjeras:</b> <b>Significativa</b> <b>2) Facilidad de entrada y salida de capitales:</b> Significativa <b>3) Eficiencia del marco operacional:</b> Buena y probada <b>4) Disponibilidad de instrumentos de inversión:</b> Alta <b>5) Estabilidad del marco institucional:</b> Modesta

FUENTE: MSCI 2020C.  
Elaboración propia

### 2.1. La situación actual y sus riesgos

Con respecto al cumplimiento de los criterios de tamaño y liquidez, se encuentra que hay exactamente tres acciones peruanas que cumplen con estos: Credicorp, Southern Copper y Buenaventura, tal como lo detalla el MSCI Perú Index USD (MSCI 2020d). Por su parte, en lo referente al cumplimiento de los criterios de accesibilidad al mercado, el MSCI Global Market Accessibility Review (MSCI 2020b) es el indicador a revisar. Este brinda, en líneas generales, una buena evaluación para Perú. Sin embargo, es importante reconocer que destaca ciertas tareas pendientes.

Como se aprecia, este ajustado cumplimiento de la cantidad mínima de compañías en el índice resulta problemático en sí mismo, pues Perú quedaría sin alguna acción suplente ante la baja de alguna de las mencionadas. Así, bastaría con que una acción, por su propio desempeño o por el endurecimiento de algún criterio, se aleje del umbral de cumplimiento para que la clasificación del país se degrade. A su vez, es factible la posibilidad de que la eventual baja se deba al traslado de alguna acción al índice de otro país por parte de MSCI. Este último escenario toma lugar debido a la ubicación de las operaciones de la compañía, a una importante presencia en una bolsa extranjera, entre otros. Además, acciones como Southern Copper tienen ya un

precedente de ser revisadas por MSCI para un cambio de índice. En ese sentido, la situación actual del cumplimiento de los criterios de clasificación como mercado emergente constituye un riesgo, pues coloca a Perú en una posición poco sólida.

### 3. Desempeño de la Bolsa de Valores de Lima

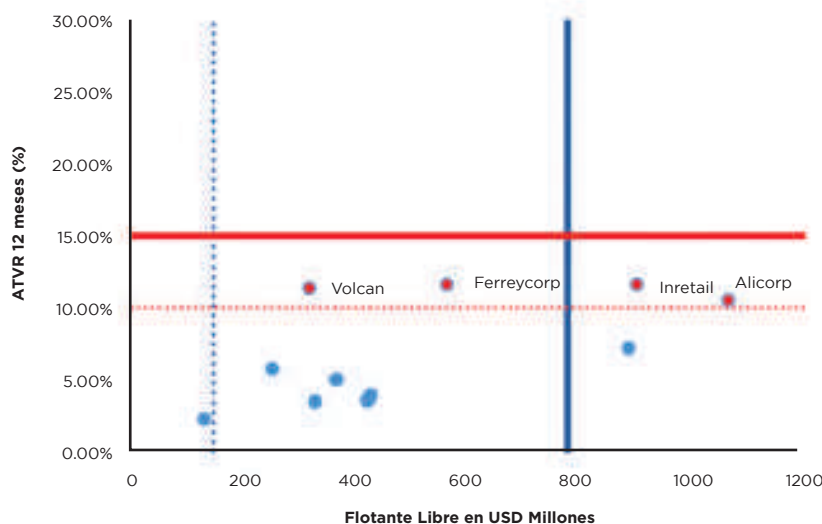
Actualmente, que solo tres acciones peruanas cumplan con los criterios de tamaño y liquidez evidencia un problema en el desempeño de la bolsa local, lo cual conduce a buscar explicaciones acerca de por qué las demás acciones no cumplen con estos criterios. Al respecto, Segura y Villavicencio (2019) reconocen la importancia de focalizar esfuerzos para que las acciones que estén más cerca de cumplir los criterios de clasificación como mercado emergente de MSCI logren pasar el umbral y consoliden la posición de Perú en el índice. En ese sentido, los autores identifican a cuatro acciones de la plaza bursá-

Sin embargo, *al evaluar la metodología de clasificación de MSCI*, es factible reconocer la posibilidad latente de una reclasificación a mercado frontera.

til local como potenciales candidatos: Alicorp, Inretail, Ferreycorp y Volcan. En el gráfico 1, con información de 2019, se detalla la situación de estas acciones con respecto al cumplimiento de los criterios. En lo referente al tamaño requerido, se observa que solo Alicorp e Inretail logran pasar

el límite mínimo (línea azul gruesa). Sin embargo, cuando se trata de la liquidez requerida, ninguna de las cuatro acciones consigue satisfacer el límite mínimo (línea roja gruesa). De esta forma, la tarea aún pendiente es aumentar el nivel de liquidez de la bolsa local.

**Gráfico 1. Tamaño y liquidez de potenciales candidatos al MSCI Peru Index**



Fuente: Segura y Villavicencio 2019.

La razón de la baja liquidez de la Bolsa de Valores de Lima puede leerse tanto desde el lado de la oferta como de la demanda. Con respecto a la oferta, se encuentra que se mantiene como flotante libre solo el 36% de la capitalización de mercado de las principales acciones de la plaza bursátil local. En lo referente a la demanda, se encuentra que las Administradoras de Fondos de Pensiones concentran cerca del 60% del mencionado flotante libre (Segura y Villavicencio 2019). De esta forma, para los inversionistas retail, queda disponible el 40% del flotante libre en cuestión, es decir, el 14% de la capitalización de mercado de las principales acciones locales. El resultado

de esta estructura de la bolsa local es un bajo nivel de liquidez.

#### 4 Implicancias de una degradación a Mercado Frontera

Debido al riesgo identificado de una potencial degradación del índice peruano, resulta importante conocer cuáles serían las implicancias de este evento. Como se ha mencionado, si Perú incumple los criterios de clasificación como mercado emergente, sería reclasificado a mercado frontera. En este escenario, lo primero que se observa es que, como los criterios de clasificación como mercado frontera (en términos de tamaño y liquidez) son menos rigurosos, aumentaría la cantidad de acciones constituyentes del índice peruano. De esta forma, el índice pasaría de 3 a 6 acciones constituyentes. Colateralmente, la participación del índice peruano en su categoría de mercado aumentaría de 0,37% en mercado emergente a 11,56% en mercado frontera (MSCI 2016), como se visualiza en el cuadro 3.

la situación actual del cumplimiento de los criterios de clasificación **como mercado emergente constituye un riesgo**, pues coloca **a Perú en una posición poco sólida**.

**Cuadro 3: Simulación de reclasificación de Perú a mercado frontera**

PERU INDEX IN EMERGING MARKETS			
Country	Mkt Cap	Weight	# Sec.
China	948,918	25.64%	157
Korea	567,940	15.35%	107
Taiwan	440,600	11.91%	88
India	316,317	8.55%	73
South Africa	287,275	7.76%	52
Brazil	213,131	5.76%	61
Mexico	168,231	4.55%	28
Russia	139,886	3.78%	21
Malaysia	113,470	3.07%	44
Indonesia	85,470	2.31%	30
Thailand	80,911	2.19%	32
Poland	53,340	1.44%	23
Turkey	53,100	1.43%	25
Philippines	51,046	1.38%	22
Chile	44,167	1.19%	19
Qatar	39,065	1.06%	13
United Arab Emirates	34,490	0.93%	11
Colombia	16,919	0.46%	9
Peru	13,807	0.37%	3
Greece	9,791	0.26%	8
Hungary	8,649	0.23%	3
Egypt	7,128	0.19%	3
Czech Republic	7,146	0.19%	3
	<b>3,700,798</b>	<b>100.00%</b>	<b>835</b>

SIMULATION: PERU INDEX IN FRONTIER MARKETS			
Country	Mkt Cap	Weight	# Sec.
Kuwait	19,284	19.05%	8
Nigeria	13,269	13.11%	16
Peru	11,703	11.56%	6
Argentina	9,656	9.54%	8
Pakistan	8,162	8.06%	16
Morocco	6,242	6.17%	9
Kenya	4,481	4.43%	5
Oman	4,462	4.41%	8
Vietnam	3,427	3.39%	9
Romania	3,210	3.17%	5
Lebanon	3,065	3.03%	4
Bangladesh	2,289	2.26%	5
Slovenia	1,941	1.92%	2
Bahrain	1,881	1.86%	3
Sri Lanka	1,686	1.67%	3
Mauritius	1,572	1.55%	3
Kazakhstan	1,525	1.51%	2
Croatia	1,230	1.22%	2
Jordan	647	0.64%	2
Tunisia	613	0.61%	2
Estonia	430	0.42%	2
Serbia	216	0.21%	2
Lituania	138	0.14%	2
Bulgaria	74	0.07%	2
Ukrania	0	0.00%	0
	<b>101,203</b>	<b>100.00%</b>	<b>126</b>

Fuente: MSCI 2016  
Elaboración propia.

Además de estos efectos referidos a la posición de Perú en la categoría de mercado frontera, requieren un mayor análisis los referidos al impacto de tal reclasificación en el mercado de valores peruano. En otras palabras, ante el riesgo de degradación, es imperativo advertir qué cambios se instaurarían en la plaza bursátil local. Asimismo, se debe reconocer que, mientras que algunas consecuencias serían observables en el corto plazo, otras lo serían en el largo plazo o de forma permanente.

## 5. Una degradación no sorpresiva

Ahora bien, como reconocen Segura y Villavicencio (2019), la magnitud del impacto de una eventual degradación dependerá, en gran medida, de en qué proporción este evento ya haya sido asimilado en el mercado. De este modo, si el riesgo de reclasificar el índice peruano como mercado frontera sigue latente, es esperable que el mercado ya haya incorporado los efectos de tal evento.

Por otro lado, si el evento acontece sin previo aviso y de forma sorpresiva, el impacto sería mayor y permanente.

En 2015, MSCI decidió revisar la permanencia de la acción de Southern Copper en el índice de Perú, debido a la alternativa de trasladarla al índice de Estados Unidos (MSCI 2016). De haber hecho efectivo el traslado de dicha acción, Perú habría quedado únicamente con dos acciones constituyentes en su índice. Es decir, habría incumplido los criterios de clasificación como mercado emergente y habría sido reclasificado a mercado frontera. Sin embargo, en junio de 2016, MSCI optó por mantener la acción en cuestión en el índice peruano.

En 2019, MSCI advirtió que, si Perú perdía alguna de sus tres acciones constituyentes, sería inmediatamente convocada una revisión para reclasificarlo a mercado frontera (MSCI, 2019). Cuatro años después de la revisión de 2015, el índice peruano seguía componiéndose de tres acciones, el mínimo requerido para ser clasificado como mercado emergente. Consciente de ello, MSCI comunica la citada advertencia.

En marzo de 2020, FTSE Russell comunicó la reclasificación de Perú a mercado frontera, la cual sería efectiva desde setiembre del mismo año (FTSE Russell 2020). Esta degradación se debió a la implementación de nuevos criterios de clasificación en enero del año en cuestión.

Como queda evidenciado, Perú cuenta con un historial no menor de amenazas de reclasificación a mercado frontera. Consecuentemente, el caso peruano se consolida más en el escenario de un riesgo de degradación latente y no sorpresivo para la plaza bursátil local. Por ello, los efectos de una eventual degradación por parte del proveedor de índices MSCI serían más de corto plazo y no permanentes, ya que es esperable que el mercado ya los haya asimilado.

## 6. Impacto en la plaza bursátil local

En el corto plazo, una degradación del índice peruano a mercado frontera generaría una sa-

lida de capitales importante, lo cual agravaría aún más el problema estructural de liquidez de la bolsa local. Si bien es cierto que se generarían flujos de entrada por el ingreso del índice a la categoría de mercado frontera, estos son ampliamente excedidos por los flujos de salida por el retiro del índice de la categoría de mercado emergente. Ello se debe a que el índice de mercados frontera representa apenas el 2% del índice de mercados emergentes (Segura y Villavicencio 2019). Por ello, se afirma que consolidar ambos flujos de entradas y salidas de capitales genera una salida neta significativa.

Asimismo, la mencionada degradación implicaría agregar una prima adicional por riesgo de mercado frontera a la determinación del costo de capital de las empresas locales. Este aumento del costo de capital conduciría a que las empresas se desvaloricen. Ulteriormente, ello derivaría en una menor cotización bursátil. En ese sentido, otro impacto se refiere a los portafolios de inversionistas que mantienen acciones locales. En este grupo, destaca la presencia de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), ya que mantienen un volumen significativo (60% en promedio) del flotante libre de las principales acciones locales. En concreto, se conoce estas instituciones tienen invertido en acciones locales cerca del 11% de los fondos que administran (Segura y Villavicencio 2019). Esta situación podría devenir en una considerable desvalorización de dichas inversiones.

## 7. Conclusiones

Se observa que, en la actualidad, el cumplimiento de los criterios de clasificación como mercado emergente por parte del índice peruano es poco sólido. Esta situación se debe a que mantiene la cantidad mínima de acciones requeridas que cumplan los criterios de tamaño y liquidez. Solo tres acciones locales mantienen al índice peruano en la categoría de mercado emergente. Asimismo, se ha evidenciado que existe un riesgo latente de degradación a mercado frontera, debido al retiro de una de las acciones que componen el índice peruano por diversos moti-

vos. Adicionalmente, otras acciones locales cercanas a integrar el índice peruano encuentran un problema para cumplir el criterio de liquidez. El problema del bajo nivel de liquidez resulta ser un problema estructural de la bolsa de valores local.

A su vez, de hacerse efectiva la mencionada reclasificación, el índice peruano tendría una mayor participación en el índice de mercados frontera en comparación a la que tiene en el índice de mercados emergentes. Sin embargo, los flujos de entrada y salida de capitales por el respectivo ingreso y salida de los índices de MSCI generan una salida de capitales neta considerable. Además, se generaría un aumento del costo de capital de las

empresas locales, por lo que se desvalorizarían los portafolios de inversión que mantengan acciones locales. Cabe señalar que el impacto depende también de qué tan sorpresiva sea la noticia de la reclasificación.

En conclusión, el problema estructural de liquidez de la Bolsa de Valores de Lima condiciona un riesgo latente de reclasificar el índice peruano de mercado emergente a mercado frontera. Como queda señalado, los potenciales efectos de corto plazo no son de menor importancia. Mejorar la posición de las acciones locales para que el índice peruano tenga una posición sólida es una tarea pendiente.

## 8. Bibliografía

- FTSE Russell  
2020 FTSE Country Classification of Equity Markets. Londres. Consulta: 10 de septiembre de 2020. [https://research.ftserussell.com/products/downloads/FTSE\\_Interim\\_Country\\_Classification\\_Review\\_2020.pdf](https://research.ftserussell.com/products/downloads/FTSE_Interim_Country_Classification_Review_2020.pdf)
- MSCI  
2020a MSCI 2020 Market Classification Review. Londres. Consulta: 12 de septiembre de 2020. [https://www.msci.com/documents/1296102/1330218/Results\\_of\\_the\\_2020\\_Annual\\_Market\\_Classification\\_Review.pdf/b41f76a3-fcdc-751a-31bd-531277880294](https://www.msci.com/documents/1296102/1330218/Results_of_the_2020_Annual_Market_Classification_Review.pdf/b41f76a3-fcdc-751a-31bd-531277880294)
- 2020b MSCI Global Market Accessibility Review. Londres. Consulta: 12 de septiembre de 2020. [https://www.msci.com/documents/1296102/1330218/MSCI\\_2020\\_Global\\_Market\\_Accessibility\\_Review\\_Report.pdf/78a73a91-af3d-cf21-94e8-1cc2c159d2ce](https://www.msci.com/documents/1296102/1330218/MSCI_2020_Global_Market_Accessibility_Review_Report.pdf/78a73a91-af3d-cf21-94e8-1cc2c159d2ce)
- 2020c MSCI Market Classification Framework. Londres. Consulta: 12 de septiembre de 2020. [https://www.msci.com/documents/1296102/1330218/MSCI\\_Market\\_Classification\\_Framework\\_2020.pdf/4e0998d7-d552-6bf2-ddb2-789b248516a1](https://www.msci.com/documents/1296102/1330218/MSCI_Market_Classification_Framework_2020.pdf/4e0998d7-d552-6bf2-ddb2-789b248516a1)
- 2020d MSCI Peru Index (USD). Londres. Consulta: 12 de septiembre de 2020. <https://www.msci.com/documents/10199/bccbebb3-2914-4184-98df-51dd9c0d497b>
- 2019 MSCI 2019 Market Classification Review. Londres. Consulta: 12 de septiembre de 2020. [https://www.msci.com/documents/10199/238444RESULTS\\_OF\\_MSCI\\_2019\\_ANNUAL\\_MARKETCLASSIFICATION\\_REVIEW.pdf/f134c97c-73da-71c7-4b3c-d1f637c3eae](https://www.msci.com/documents/10199/238444RESULTS_OF_MSCI_2019_ANNUAL_MARKETCLASSIFICATION_REVIEW.pdf/f134c97c-73da-71c7-4b3c-d1f637c3eae)
- 2016 Consultation on a potential market reclassification for the MSCI Peru Indexes [diapositiva]. Consulta: 22 de octubre de 2020. <https://www.msci.com/documents/1296102/2907491/Consultation+on+a+Market+Reclassification+Proposal+for+the+MSCI+Peru+Indexes/691d9a13-48cb-43f4-993b-e2b9f381a248>
- SEGURA, Alonso y Julio VILLAVICENCIO  
2019 Análisis de los posibles impactos de una reclasificación de MSCI Perú de Mercado Emergente a Frontera y propuestas para reducir la probabilidad que suceda. Lima. Consulta: 10 de septiembre de 2020. [https://s3.us-east-1.amazonaws.com/site.documents.cdn.prod.bvl.com.pe/BVL\\_-\\_Efecto\\_Reclasificacion\\_VF\\_a\\_publicarse.pdf](https://s3.us-east-1.amazonaws.com/site.documents.cdn.prod.bvl.com.pe/BVL_-_Efecto_Reclasificacion_VF_a_publicarse.pdf)