

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo

Junio 23 de 2016

Con la colaboración de David Malagón y Ana María Zuluaga

Mercado de Capitales y Economías Emergentes

Desde 2014, los mercados internacionales vienen monitoreando la potencial inclusión de las acciones chinas listadas en Shanghai y Shénzhen (denominadas en yuanes y conocidas como “A-Shares”) dentro del índice de renta variable de emergentes construido por *Morgan Stanley Capital International* (MSCI-EM). Dicho ajuste tendría un gran impacto sobre los mercados globales, pues cerca de US\$1.5 trillones (2% del PIB mundial) siguen el comportamiento del MSCI-EM. Asimismo, el mercado accionario de China continental es el segundo más grande a nivel global, alcanzando una capitalización bursátil cercana a US\$7 trillones (63% de su PIB).

Este potencial de profundización financiera es ahora un claro objetivo por parte de China. En efecto, sus autoridades han realizado mejoras regulatorias referidas a: i) facilitar la obtención de cuotas de negociación domésticas para los administradores de fondos de inversión extranjeros; y ii) relajar los límites de suspensión de las acciones en momentos de elevada volatilidad (ver *The Wall Street Journal*, 13 de junio de 2016). Ello se suma a la liberación de sus mercados de renta fija pública y privada, permitiendo la operación de inversionistas institucionales externos y aboliendo sus sistemas de cuotas (ver *Comentario Económico del Día* 2 de junio de 2016).

Sin embargo, en su revisión de junio de 2016, *Morgan Stanley* postergó (por tercera ocasión en los últimos tres años) la inclusión de las “A-Shares” de China dentro del MSCI-EM. Dicha decisión consideró que: i) se requiere mayor flexibilidad en las regulaciones sobre “estadía” de las inversiones en China y el desmonte del tope

del 20%/mes para la liquidación de posiciones de activos; ii) persiste poca claridad sobre los derechos de los accionistas; y iii) existen cláusulas anticompetitivas para los productos financieros relacionados con las “A-Shares”. Adicionalmente, los inversionistas internacionales perciben mucha incertidumbre respecto a la política de flotación del yuan (depreciándose un 1.5% contra el dólar en lo corrido del año) y al desempeño de la economía china.

Ahora bien, en el corto-mediano plazo podría concretarse la inclusión de las “A-Shares” de China en los índices bursátiles emergentes de MSCI, implicando rebalanceos en sus ponderaciones. Por ejemplo, si se incluyera solo un 5% de estas acciones potenciales dentro del MSCI-EM, ello conllevaría una participación de China continental del 1.1% dentro del índice. Así, China (como un todo) incrementaría su participación en el MSCI-EM del 25.9% al 27.3% (= 26.2% de acciones listadas “afuera”+1.1% de acciones continentales). Ello acarrearía detrimentos en los otros emergentes, así: Corea (-0.3pps), Taiwán (-0.2pps), India (-0.2pps) y Colombia (-0.01pps, reduciendo nuestra participación del 0.5% al 0.49%), ver cuadro 1.

Bajo un escenario de inclusión del 100% de las “A-Shares” potenciales, China obtendría una participación del 39.9% en el MSCI-EM (= 21.7% de acciones “afuera” +18.2% de acciones continentales). Así, las pérdidas de participación para los otros emergentes serían más pronunciadas: Corea (-2.9pps), Taiwán (-2.3pps), India (-1.5pps) y Colombia (-0.1pps, reduciendo nuestra ponderación del 0.5% al 0.4%). Esta inclusión total

Continúa

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de David Malagón y Ana María Zuluaga

podría ocurrir en el mediano plazo, siempre y cuando se: i) pueda negociar sin el sistema de cuotas de inversión; ii) libere completamente la movilidad de capitales; y iii) adopten totalmente los estándares internacionales referentes al mercado de capitales.

¿Cuáles podrían ser las implicaciones de todo esto para el mercado accionario colombiano? Dado que se tiene previsto una inclusión gradual de las “A-Shares” de China en el MSCI-EM, Anif estima que la reducción marginal de la participación de Colombia en dicho índice conllevaría salidas de capital *off-shore* de nuestro mercado bursátil.

Por ejemplo, si se incluyera el 5% de las “A-Shares” en este índice, se generaría una liquidación de posiciones extranjeras en nuestro mercado bursátil de unos US\$139 millones, con lo cual la participación *off-shore* a nivel local caería hacia niveles del 1.8% del total (vs. valores recientes del 2.6%), ver gráfico 1. Si dicha inclusión fuera del 10%, las pérdidas domésticas del capital *off-shore* serían cercanas a US\$317 millones, reduciendo su participación al 1.6%. En cambio, si se incluyera el 100%, estas pérdidas aumentarían a US\$1.350 millones, disminuyendo la participación extranjera al 0.7%.

Nótese la baja participación del capital *off-shore* dentro del mercado accionario colombiano frente a otros referentes regionales como Chile (donde este representa el 3.2% del mercado doméstico) y Brasil (7.5%). De hecho, esa participación de Colombia se redujo del 3.1% al 2.6% en el último año, debido a la

salida de 5 acciones de los índices de MSCI en 2015 (Éxito, Davivienda, Isagén, preferencial Grupo-Argos y Cemex-Latam-Holdings). Cabe destacar que dicha participación también resulta bastante marginal si se compara con otros mercados locales, como es el caso de la renta fija pública, donde las posiciones extranjeras representan cerca del 19% del total.

Obviamente, dichas pérdidas *off-shore* generarían mayores presiones bajistas sobre el Colcap. Sin embargo, esas presiones bajistas serían leves, dada la poca preponderancia de los jugadores externos dentro de este mercado. Asimismo, esas pérdidas se materializarían en el segundo semestre de 2017, suponiendo que las “A-Shares” fueran incluidas en la revisión del MSCI-EM prevista para junio del próximo año.

Lo anterior podría contrarrestar levemente la recuperación que ha mostrado el Colcap durante 2016. En efecto, al corte de junio de 2016, este índice ha registrado ganancias cercanas al +14% año corrido y pérdidas de solo el -1% anual (vs. una caída acumulada del -41.9% en 2013-2015).

Por el momento, Anif pronostica como escenario base una valorización cercana al +6% anual en el Colcap para 2016 (como un todo), cerrando el año en niveles cercanos a los 1.250 puntos, ver *Comentario Económico del Día* 3 de febrero de 2016. Cabe aclarar que estos pronósticos son altamente sensibles a los supuestos sobre el incremento esperado de las utilidades empresariales en 2016 y la velocidad de reversión a la media de la relación precio/ganancia.

Cuadro 1. Cambios en el índice MSCI de emergentes ante la potencial inclusión de acciones que cotizan en China continental (Ponderaciones, %)

Países	Mayo de 2016 (1)	Con el 5% de las "A-Shares" (2)	Diferencia inclusión parcial (2) - (1)	Con el 100% de las "A-Shares" (3)	Diferencia inclusión total (3) - (1)
China total:	25.9	27.3	1.4	39.9	14
i) Afuera*	25.9	26.2	0.3	21.7	-4.2
ii) Continental	-	1.1	1.1	18.2	18.2
Corea	15.2	14.9	-0.3	12.3	-2.9
Taiwán	12	11.8	-0.2	9.7	-2.3
India	7.9	7.7	-0.2	6.4	-1.5
Sudáfrica	7.1	7	-0.1	5.7	-1.4
Brasil	6.5	6.4	-0.1	5.3	-1.2
México	4.5	4.4	-0.1	3.6	-0.9
Rusia	3.6	3.6	0	3	-0.6
Colombia	0.5	0.5	-0.01	0.4	-0.1
Otros	16.9	16.6	-0.29	13.7	-3.2

*En Hong Kong, Estados Unidos y otros.
Fuente: cálculos Anif con base en MSCI y Ishares.



Fuente: cálculos Anif con base en EPFR, BNP Paribas, The Wall Street Journal y FIAB.