

The MSCI logo consists of the letters 'MSCI' in a white, serif font, set against a dark blue rectangular background.

Trabajo de Investigación

# La Nueva Generación de Inversionistas Globales

La Inversión Global para Inversionistas de Países de Alto Crecimiento

*Chin Ping CHIA y Billy HO*

Julio 2013

## Resumen Ejecutivo

Cada vez son más los inversionistas institucionales en el ámbito mundial que se apartan de un marco de asignación de capital accionario con preferencia por los activos nacionales y consideran a los valores de renta variable globales como una única clase integral de activos. De hecho, a comienzos de la década de los setenta, los beneficios reportados por la inversión global fueron ampliamente tratados en trabajos de investigación publicados y, en el curso de las décadas posteriores, se llevó la cuestión a la práctica. Con el correr de los años, este movimiento se fue distribuyendo en forma irregular; por lo general, aunque no siempre, se concentró entre los inversionistas provenientes de las economías desarrolladas. Hasta ahora, la inversión global no ha sido una práctica común para los inversionistas bursátiles provenientes de las economías de alto crecimiento.

Recientemente, gracias al influjo de una serie de nuevas fuerzas, los inversionistas provenientes de economías de alto crecimiento han vuelto a analizar la cuestión de cómo mejorar la estructura de las asignaciones de capital accionario. Por un lado, en determinados países, están disminuyendo los obstáculos regulatorios para las inversiones en el extranjero. Un ejemplo de ello, es el plan de Inversionistas Institucionales Nacionales Calificados (en inglés: *Qualified Domestic Institutional Investor, QDII*) concebido en China, mediante el cual inversionistas extranjeros pueden acceder al mercado de acciones clase A en China. Por otro lado, debido a la fuerte acumulación de riquezas proveniente del rápido crecimiento económico, a muchos grandes inversionistas les preocupa cada vez más la capacidad acotada de los mercados accionarios locales y el riesgo asociado con la concentración excesiva en sus países de origen, lo cual los incita a explorar la opción de la diversificación global.

El presente estudio muestra que existen beneficios sustanciales para los inversionistas provenientes de países de alto crecimiento que adoptan un marco de asignación de capital accionario global.

- 1) *La globalización económica y financiera ha transformado el panorama de la inversión en valores de renta variable al expandir la gama de oportunidades accionarias mundiales. Un marco de asignación de capital accionario global ofrece a los inversionistas un amplio acceso a una completa diversidad de oportunidades de inversiones en la esfera mundial y constituye el punto de partida natural para toda asignación de capital accionario global.*
- 2) *Basarse en el crecimiento económico como indicador de la rentabilidad accionaria puede ser una propuesta de inversión riesgosa. Los datos históricos demuestran que las asignaciones de capital accionario con preferencia por los activos nacionales efectuadas por los inversionistas provenientes de países de alto crecimiento lograron un rendimiento mixto. En particular, la asignación de capital accionario orientado al mercado local puede suponer el riesgo significativo de la propia cartera, incluso en el caso de los inversionistas de países de alto crecimiento.*
- 3) *Por otro lado, durante las dos últimas décadas, disminuir la inversión en activos nacionales mediante una mayor inversión en valores de renta variable globales contribuyó a una evidente reducción del riesgo propio de la cartera (del 18% al 39%) y a una mejora en la relación riesgo-beneficio (del 13% al 18%).*

Los mercados accionarios de los países de alto crecimiento suelen representar una pequeña subcategoría del espectro total de oportunidades en materia accionaria del mundo. Los inversionistas, al concentrarse exclusivamente en los valores de renta variable nacionales, desaprovechan miles de otras compañías disponibles en un plano global. Asimismo, en ciertos casos, un universo acotado obliga a los inversionistas a asumir un riesgo sectorial considerable, puesto que se desaprovecha la exposición a otros sectores o existe una concentración excesiva en un sector.

Una de las razones más comunes que se suele expresar al invertir en economías de alto crecimiento, es que el alto crecimiento económico perdurará y que, en última instancia, se reflejará en un mayor rendimiento de los valores de renta variable nacionales. No obstante, esta postura tiene, como mínimo, dos puntos débiles fundamentales. En primer lugar, la experiencia demuestra que el crecimiento económico tiene sus límites, tanto en términos de celeridad como de duración. En segundo lugar, incluso para los inversionistas que están convencidos de que pueden sacar provecho de una tendencia de crecimiento económico nacional, aumentar la globalización significa que muchas empresas dejan de obtener ingresos en el ámbito nacional. Por ende, una cartera constituida por acciones nacionales no necesariamente constituye la mejor opción para captar el crecimiento económico nacional.

Estas conclusiones se basan en las observaciones históricas de 23 economías de alto crecimiento, donde el análisis demuestra que el alto crecimiento económico no siempre garantiza un rendimiento accionario favorable. En más de la mitad de los ejemplos estudiados, las carteras compuestas por activos de un solo país pertenecientes a economías de alto crecimiento realmente rindieron menos que las carteras con diversificación geográfica.

Además de la atención que se debe poner en la rentabilidad, el riesgo de la inversión en valores del mercado nacional es un factor fundamental que los inversionistas institucionales deben considerar y que puede manifestarse de dos formas. Una es la preocupación habitual por la alta volatilidad asociada a un único mercado accionario en comparación con una cartera global. Este factor es particularmente relevante respecto a los mercados emergentes e implica el costo de obtener una mejor rentabilidad en función al riesgo con el transcurso del tiempo. La segunda es la preocupación por el riesgo de la concentración durante las desaceleraciones agudas, tal como lo demuestra la crisis financiera asiática o la crisis del rublo en Rusia de la década de los noventa. Esto tiene una implicancia significativa en el marco de un reequilibrio forzoso de la cartera durante los requerimientos de liquidez. Los inversionistas con una diversificación limitada se podrían ver forzados a vender los valores de renta variable nacionales en una situación crítica, a los peores precios posibles y así agravar la reducción del capital de sus carteras. La preservación de la riqueza a largo plazo puede tener un efecto contundente en estas circunstancias. Por el contrario, las asignaciones de capital accionario global bien diversificadas mitigan en forma constante los peores efectos de la desaceleración nacional. Lo que resulta más importante es que disminuir la inversión en activos nacionales mediante una mayor inversión en valores de renta variable globales puede mejorar significativamente los perfiles de riesgo y la relación riesgo-beneficio de las carteras accionarias.

El presente documento está organizado en las siguientes secciones. La sección I presenta los fundamentos de la inversión global y analiza las características de las carteras de acciones de países de alto crecimiento en comparación con las carteras globales bien diversificadas. La sección II estudia las razones y el desempeño histórico de las asignaciones de capital accionario en el mercado nacional. La sección III destaca algunos de los principales riesgos asociados a la inversión exclusivamente en el país de origen y analiza los beneficios de disminuir la inversión en activos nacionales y un enfoque global en materia de asignación de capital accionario. La sección IV presenta las conclusiones.

## Sección I – Los Fundamentos de la Inversión Global

### La Tendencia Institucional Respecto a la Inversión Global

La globalización de las carteras accionarias constituye una fuerte tendencia en materia de inversiones que surgió en los últimos años. Si bien, tradicionalmente, los inversionistas han optado por un enfoque orientado al mercado nacional respecto a la asignación de capital accionario con una diversificación geográfica acotada, la evolución del panorama mundial respecto de los valores de renta variable, impulsada por una mayor unificación de los mercados financieros globales, una mayor facilidad de acceso gracias a la disminución en los obstáculos a las inversiones y la convergencia económica de los mercados desarrollados y los emergentes, ha llevado a muchos inversionistas a reexaminar sus políticas en materia de asignación de capital accionario. Los inversionistas institucionales están reduciendo cada vez más las inversiones en un mercado nacional y adoptando un enfoque global para las inversiones en valores de renta variable. La tendencia generalizada de la globalización de las carteras accionarias es evidente por la creciente adopción de los índices MSCI ACWI o MSCI ACWI IMI como *benchmarks*.

Existen muchos argumentos que respaldan estas afirmaciones. Un marco de asignación de capital accionario global comprende una completa diversidad de oportunidades de inversión en valores de renta variable globales que abarca segmentos de diferentes magnitudes, desde los mercados emergentes hasta los desarrollados. Se amplía en forma considerable la cantidad de empresas en las que un inversionista podría invertir, y permite potencialmente elegir entre miles de opciones de inversión. Para los inversionistas sin limitaciones en cuanto a inversiones, un universo global de valores de renta variable sirve de punto de partida natural para las asignaciones de capital accionario.

La función de los valores de renta variable en el contexto de las carteras compuestas por diversas clases de activos es proveer para el crecimiento de los activos. El rebalanceo del crecimiento económico global en dirección a los países emergentes con alto crecimiento sugiere que la definición tradicional del “mundo” en términos de inversión basándose en las economías desarrolladas es una noción obsoleta. La naturaleza cada vez más integrada de las economías mundiales también implica para las empresas una mayor globalización y la creciente posibilidad de obtener ingresos fuera de sus países de origen. Una cartera accionaria global restringida por límites geográficos suele limitar la capacidad de los inversionistas para aprovechar las oportunidades de crecimiento con efectividad.

Desde el punto de vista del proceso de inversión, un marco de asignación de capital accionario global puede ofrecer varias ventajas fundamentales para los inversionistas. Por ejemplo, un marco integrado de capital accionario global elimina los límites artificiales que separan los valores de renta variable nacionales de los extranjeros. Para los inversionistas que no tienen intenciones de anticiparse a los cambios del mercado, evita el riesgo innecesario surgido del reequilibrio geográfico periódico. Asimismo, un enfoque integrado respecto de la asignación de capital accionario aporta un mayor dinamismo a los procesos de inversión y reduce el conflicto potencial de las apuestas no planificadas como consecuencia de las decisiones de inversión independientes. Al armonizar el proceso de inversión, también se facilita la supervisión de las inversiones y se mejora la eficacia en la utilización de valiosos recursos de inversión.

Desde el punto de vista de la implementación, un universo global de valores de renta variable ofrece a los inversionistas activos la libertad de seleccionar las mejores acciones para conformar sus mejores carteras. Kang, Nielsen y Fachinotti (2010) demostraron que el mayor grado de libertad de los administradores para elegir las acciones en el espectro mundial y administrar las exposiciones mundiales

en cuanto a sectores y estilos redonda en una mayor posibilidad de generar un alfa. Por otra parte, una cartera accionaria global con capacidad de inversión capta en forma integral todo el coeficiente beta de las acciones globales y ofrece una exposición al mercado efectiva para los inversionistas pasivos.

## ¿Por Qué la Asignación de Capital Accionario Global Tiene Sentido Para los Inversionistas de Países de Alto Crecimiento?

Se entiende por economía de alto crecimiento a aquella que presenta un crecimiento del PIB por encima del promedio en forma constante<sup>1</sup>. Conforme a la Encuesta coordinada sobre inversión de cartera (ECIC) elaborada por el Fondo Monetario Internacional, las asignaciones de capital accionario con preferencia por los activos nacionales (aquellas con un mayor hincapié en el mercado accionario local del inversionista en comparación con un patrón de referencia global) son comunes para los inversionistas provenientes de economías de alto crecimiento.

La tabla 1 ilustra la magnitud de la preferencia por los activos nacionales de una subcategoría de países de alto crecimiento. Los inversionistas de países como las Filipinas, la India, Turquía, Indonesia, México, Rusia y Brasil han demostrado tener el más alto grado de preferencia por los activos nacionales: su asignación de capital accionario nacional promedio supera el 98%. Observamos, también, que si bien los inversionistas de Singapur y de Hong Kong tienen un grado mucho menor de preferencia absoluta por los valores nacionales, ésta sigue siendo significativa en comparación con el peso del país, que oscila entre el 0,6% y el 1%, en la cartera accionaria global diversificada, medido por el índice MSCI ACWI. Pese a que los inversionistas de estos países de alto crecimiento tal vez no tengan una larga trayectoria en inversión global en valores de renta variable, existen numerosos argumentos para objetar la validez y la relevancia del enfoque con una orientación nacional en materia de asignaciones de capital accionario. En esta sección, analizaremos algunos de ellos.

---

<sup>1</sup> Basándonos en el PIB nominal desde 1970 hasta 2010, calculamos las tasas de crecimiento anual promedio del PIB entre países comprendidos en el índice MSCI ACWI. Se clasifican como economías de alto crecimiento a los países con una tasa de crecimiento positiva del PIB por encima de la desviación estándar de 0,5 del crecimiento promedio del PIB. A efectos de obtener una muestra estable y significativa, como criterio de selección, se usó un mínimo de tres años consecutivos de crecimiento económico por encima del promedio. Si desea obtener más información, consulte el Apéndice I.

Tabla 1: La Preferencia por los Activos Nacionales en la Asignación de Capital Accionario

Región	Países	# Acciones en el índice MSCI Standard	# Acciones en el índice MSCI IMI	Peso del país en el MSCI ACWI	Peso del país en el MSCI ACWI IMI	% Nacional en el total de acciones
Asia	Filipinas	18	37	0.8%	0.1%	100.0%
	India	72	308	0.8%	0.8%	99.9%
	Indonesia	25	86	0.4%	0.4%	99.6%
	Tailandia	20	83	0.2%	0.3%	97.3%
	Malasia	42	141	0.4%	0.5%	92.7%
	Corea	105	438	1.9%	1.9%	91.3%
	Hong Kong	42	159	1.0%	1.0%	57.5%
	Singapur	32	120	0.6%	0.6%	30.8%
EMEA	Turquía	24	97	0.2%	0.2%	99.8%
	Rusia	26	43	0.8%	0.7%	99.2%
	Egipto	9	26	0.04%	0.04%	98.2%
	Polonia	22	49	0.2%	0.2%	94.1%
	Sudáfrica	49	114	1.0%	1.0%	99.2%
	República Checa	3	8	1.0%	0.0%	75.7%
	Israel	13	76	1.0%	3.0%	73.0%
LATAM	México	23	44	0.6%	0.5%	99.3%
	Brasil	81	160	2.7%	1.7%	98.3%
	Colombia	10	13	0.1%	0.1%	96.3%
	Chile	19	40	0.2%	0.2%	76.7%

Fuente: MSCI, al 31 Diciembre del 2012.

Para comparación, # de acciones del MSCI ACWI y MSCI ACWI IMI = 2,435 y 8,905 respectivamente al 31 de Diciembre del 2011.

China, Taiwán y Perú no están incluidas en la encuesta del IMF CPIS.

Los países en *italicas* son comunmente percibidos como países de alto crecimiento pero no entran dentro de la definición de alto crecimiento de este documento de investigación.

En primer lugar, la gran expansión y la mayor facilidad de acceso del universo global de valores de renta variable durante las últimas décadas han alterado en forma significativa el panorama accionario para los inversionistas globales. En la actualidad, existen cerca de 9.000 compañías en el espectro global de valores de renta variable disponibles para invertir que abarcan 45 mercados emergentes y desarrollados<sup>2</sup>. Esto constituye un marcado contraste respecto de los mercados accionarios locales de los países de alto crecimiento que, por lo general, conforman una pequeña subcategoría en la diversidad global de oportunidades de inversión en valores de renta variable. Un enfoque con una orientación nacional en lo que respecta a la inversión en valores de esta naturaleza, fundamentalmente, limita a los inversionistas a una subcategoría muy acotada de oportunidades de inversión. Desde el punto de vista de la inversión, este es un punto de partida por debajo del óptimo.

En segundo lugar, pese a que muchas de estas economías de alto crecimiento se han desarrollado con celeridad y en ellas se han constituido algunas de las compañías de mayor tamaño, rentabilidad y calidad, los inversionistas nacionales sólo están expuestos a una subcategoría muy reducida de oportunidades. La tabla 2 muestra la cantidad de compañías procedentes de los países de alto crecimiento comprendidas en el listado de las principales 500 compañías del mundo, clasificadas según su tamaño, rentabilidad y calidad. Las compañías de países de alto crecimiento sólo constituyen una pequeña proporción de las principales compañías del mundo. Algunos países, sencillamente, no están representados. Al centrarse en una pequeña subcategoría nacional, los inversionistas, por naturaleza, desaprovechan muchas oportunidades de inversión posibles localizadas fuera de su territorio nacional. Dejando de lado la valuación, resulta difícil justificar por qué los inversionistas deben ignorar de forma sistemática las acciones de dichas compañías en la cartera.

<sup>2</sup> Basado en el índice MSCI ACWI IMI.

Tabla 2: Principales Empresas Mundiales Según su Tamaño, Rentabilidad y Calidad

Región	País	# de acciones en Índices MSCI Standard	# de acciones representadas en las 500 principales compañías globales*		
			Por Tamaño	Por Rentabilidad	Por Calidad
Asia	China	135	11	23	28
	Hong Kong	41	7	8	7
	India	73	4	29	28
	Indonesia	26	1	15	15
	Corea	104	8	5	15
	Malasia	42	-	8	8
	Filipinas	18	-	5	3
	Singapur	31	4	7	6
	Taiwán	114	2	18	23
	Tailandia	25	-	6	6
EMEA	República Checa	3	-	-	-
	Egipto	8	-	-	3
	Irlanda	4	1	-	-
	Israel	10	1	2	1
	Polonia	20	-	5	3
	Rusia	27	3	7	6
	<i>Sudáfrica</i>	50	4	21	21
	Turquía	25	-	8	5
LATAM	<i>Brasil</i>	81	8	18	13
	Chile	21	-	2	4
	<i>Colombia</i>	14	1	1	1
	<i>México</i>	26	5	6	7
	Perú	3	-	2	2

Fuente: MSCI, al 31 Diciembre del 2012

\*La Selección de las Top 500 acciones esta basada en los índices MSCI ACWI y MSCI ACWI Quality.

El tamaño es medido basado en la capitalización de mercado del índice. La rentabilidad es medida en base a la rentabilidad financiera (ROE).

La calidad es medida en base al ROE, la razón deuda/acción y la variabilidad de ganancias.

Los países en itálicas son comunmente percibidos como países de alto crecimiento pero no entran dentro de la definición de alto crecimiento de este documento de investigación.

En tercer lugar, las oportunidades de inversión limitadas ofrecidas por la cartera nacional implican que los inversionistas no podrán aprovechar la diversidad total de los sectores en el ámbito mundial. En determinados casos, los inversionistas se ven forzados a asumir un riesgo sectorial considerable, puesto que se desaprovecha la exposición a otros sectores o existe una concentración excesiva en un sector. La tabla 3 ilustra los niveles de representación sectorial de los países de alto crecimiento en comparación con el índice MSCI ACWI.

Tabla 3: Perfiles de Distribución Sectorial de los Países de Alto Crecimiento

Región	País	Sectoros Sub-representados			Sectoros Sobre-representados			
		# de faltantes en el sector	Sector mas pequeño	Peso del sector representado vs ACWI	# de Sectoros > 20% peso	Sector mas grande	Peso del sector	
Asia	China	-	Salud	1.5%	7.8%	1	Finanzas	36.7%
	Hong Kong	-	Bienes de Consumo Básico	0.0%	10.3%	1	Finanzas	56.9%
	India	-	Telecomunicaciones	1.8%	2.5%	1	Finanzas	30.6%
	Indonesia	-	Tecnologías de Información	0.5%	11.7%	1	Finanzas	32.7%
	Corea	-	Telecomunicaciones	0.7%	3.6%	1	Tecnologías de Información	34.4%
	Malasia	-	Tecnologías de Información	0.2%	11.9%	1	Finanzas	31.0%
	Filipinas	2	Energía	0.6%	10.0%	2	Finanzas	41.6%
	Singapur	-	Servicios de Utilidad Pública	0.3%	3.1%	2	Finanzas	50.5%
	Taiwán	-	Servicios de Utilidad Pública	0.1%	3.4%	1	Tecnologías de Información	52.5%
	Tailandia	-	Tecnologías de Información	1.3%	10.8%	1	Finanzas	38.8%
EMEA	República Checa	4	Bienes de Consumo Básico	2.2%	8.2%	2	Servicios de Utilidad Pública	46.6%
	Egipto	3	Energía	1.0%	9.6%	2	Finanzas	46.5%
	Irlanda	4	Bienes de Consumo No Básico	7.6%	3.2%	2	Materiales	34.2%
	Israel	1	Bienes de Consumo No Básico	0.7%	10.0%	2	Salud	47.6%
	Polonia	-	Salud	0.3%	9.0%	1	Finanzas	42.9%
	Rusia	1	Salud	0.1%	9.2%	1	Energía	55.8%
	Sudáfrica	1	Tecnologías de Información	0.5%	11.6%	1	Finanzas	26.9%
	Turquía	-	Tecnologías de Información	0.2%	12.0%	1	Finanzas	51.6%
LATAM	Brasil	-	Salud	1.4%	7.9%	1	Finanzas	26.5%
	Chile	-	Salud	0.4%	8.9%	1	Servicios de Utilidad Pública	22.4%
	Colombia	4	Bienes de Consumo No Básico	0.3%	10.4%	2	Finanzas	39.8%
	México	3	Salud	0.7%	8.6%	3	Bienes de Consumo Básico	29.4%
	Perú	5	Energía	0.4%	10.1%	2	Materials	56.5%

Fuente: MSCI, al 31 Diciembre del 2012

Los países en itálicas son comunmente percibidos como países de alto crecimiento pero no entran dentro de la definición de alto crecimiento de este documento de investigación.

Determinadas economías de alto crecimiento, como las de la República Checa, Egipto, Irlanda, Colombia, México y Perú, son el ejemplo de países que no tienen exposición a tres o más sectores. Incluso en el caso de países con representación de un sector completo, suele haber una tendencia a mostrar un nivel de representación sectorial muy bajo en comparación con una cartera accionaria global bien diversificada. Invertir únicamente en el ámbito nacional limita la capacidad de los inversionistas para aprovechar las oportunidades disponibles fuera de los principales sectores del país de origen. Asimismo, los perfiles del sector bursátil de los países de alto crecimiento tienden a concentrarse en exceso en uno o dos sectores. En algunos casos, la exposición a un único sector puede superar el 50%. Los sectores con alta concentración detectados con mayor frecuencia son: Finanzas, Tecnología de la Información, Servicios de Utilidad Pública y Materiales. En consecuencia, el desempeño de estas carteras nacionales está íntimamente ligado al desempeño de un único sector, lo cual acarrea un alto nivel de riesgo para las carteras.

En cuarto lugar, uno de los posibles motivos que explican la apuesta activa por los valores nacionales se puede atribuir a la intención del inversionista de acceder al crecimiento económico nacional. No obstante, como consecuencia de la globalización, las compañías de hoy en día están tomando un papel más global. Una cartera nacional no es necesariamente ni la mejor ni la única opción para lograr la exposición de las actividades económicas nacionales. Basándonos en el índice MSCI ACWI Economic Exposure, las carteras de las compañías de países con un alto crecimiento derivado de las exportaciones, como Hong Kong, Singapur, Taiwán e Irlanda, obtienen menos del 50% de sus ingresos del ámbito nacional (tabla 4a). Por lo tanto, una cartera accionaria nacional compuesta por dichos títulos no siempre resulta ser la mejor opción de portafolio para captar las oportunidades de crecimiento interno.

En la actualidad, para captar completamente las oportunidades de crecimiento de la economía local, sería preciso que los inversionistas ampliaran sus inversiones e incluyeran compañías extranjeras que desarrollen actividades comerciales de relevancia, pero que no necesariamente se localicen en el país de origen. Por ejemplo, aunque una cartera accionaria nacional de compañías chinas ya capta una cantidad considerable de ingresos en la esfera nacional (el 91%), también existen muchas compañías no chinas que logran un porcentaje sustancial de ingresos provenientes de China. La tabla 4b enumera las

principales 20 compañías extranjeras que reflejan esta última situación. Un marco holístico de asignación global de capital accionario puede garantizar que se capten esas oportunidades en forma exhaustiva.

*Tabla 4a (izquierda): Exposición Económica Nacional de los Países de Alto Crecimiento*

*Tabla 4b (derecha): Principales 20 Compañías Comprendidas en el MSCI ACWI con la Más Alta Exposición a China*

Región	País	Exposición Econ. (%) Nacional	Nombre de la Acción	País	Sector	Cap. Mercado Completa de la Compañía (USD M)	Exposición a China (%)	
Asia	China	91	Fortescue Metals Group	Australia	Materiales	15,032	97	
	Hong Kong	40	Zhen Ding Technology	Taiwán	Tecnologías de Información	1,732	88	
	India	68	Airtac International	Taiwán	Industrial	868	88	
	Indonesia	98	Hopewell Holdings	Hong Kong	Industrial	3,740	72	
	Corea	62	Wpg Holdings Co	Taiwán	Tecnologías de Información	2,167	70	
	Malaysia	62	Tripod Technology Corp	Taiwán	Tecnologías de Información	1,128	70	
	Filipinas	94	Radiant Opto-Electronics	Taiwán	Tecnologías de Información	1,858	68	
	Singapur	14	Parkson Bhd	Malasia	Bienes de Consumo No Básico	1,860	68	
	Taiwán	31	Kumba Iron Ore	Sudáfrica	Materiales	21,594	65	
	Tailandia	86	Sesa Goa	India	Materiales	3,100	61	
EMEA	República Checa	84	Eternal Chemical Co	Taiwán	Materiales	859	60	
	Egipto	46	LSI Logic	EEUU	Tecnologías de Información	3,948	59	
	Irlanda	3	Lg Display Co	Corea	Tecnologías de Información	10,378	59	
	Israel	40	Catcher Tech Co	Taiwán	Tecnologías de Información	3,723	57	
	Polonia	70	Delta Electronics	Taiwán	Tecnologías de Información	8,834	57	
	Rusia	65	Asia Cement Corp	Taiwán	Materiales	4,156	55	
	<i>Sudáfrica</i>	61	Hongkong China Gas	Hong Kong	Servicios de Utilidad Pública	23,714	54	
	<i>Turquía</i>	91	Eldorado Gold Corp	Canada	Materiales	9,166	53	
	LATAM	<i>Brasil</i>	80	Hutchison Port Trust	Singapur	Industrial	6,880	53
		Chile	53	New World Development	Hong Kong	Finanzas	9,539	51
<i>Colombia</i>		58						
<i>México</i>		54						
Perú		34						

Fuente: MSCI, al 31 Diciembre del 2012

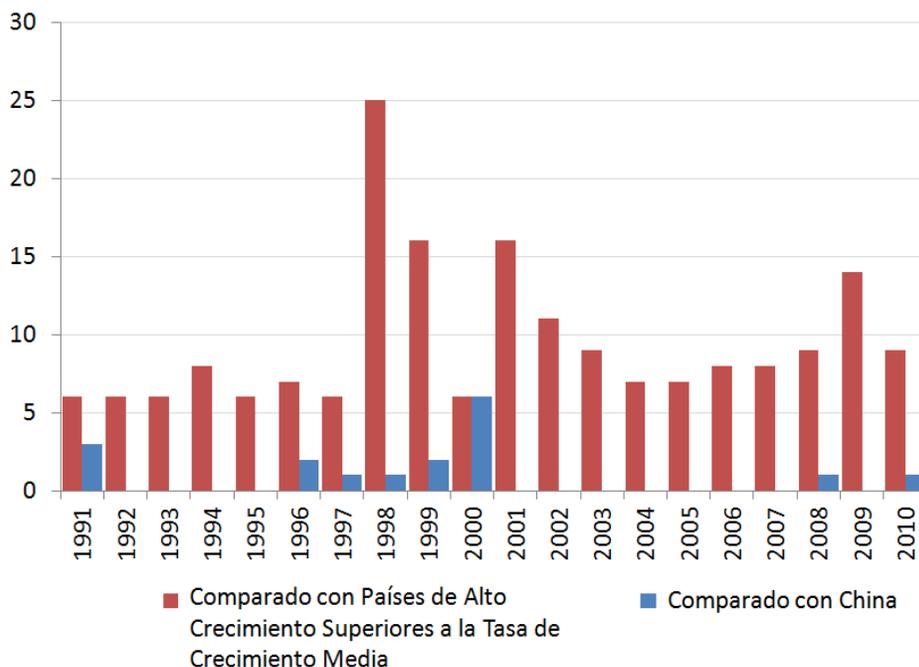
Los países en itálicas son comunmente percibidos como países de alto crecimiento pero no entran dentro de la definición de alto crecimiento de este documento de investigación.

## Sección II– Un Alto Crecimiento Económico Conduce a una Alta Rentabilidad Accionaria: ¿Mito o Realidad?

Los inversionistas institucionales del mundo se percatan cada vez más de que la asignación de capital accionario con preferencia por los activos nacionales es una decisión de inversión activa. Es activa porque implica asumir que los valores de renta variable nacionales son superiores, por lo cual se justifica una asignación sobre ponderada. En el contexto de los inversionistas de países de alto crecimiento, se podría inferir, también, que la expectativa de lograr un crecimiento económico persistente es un factor fundamental para tener en cuenta. Sin embargo, todo el razonamiento es discutible.

La historia ha demostrado que el crecimiento de las economías tiene un límite y ni siquiera la economía que crece con mayor celeridad puede sostener indefinidamente el ritmo del desarrollo. La tabla 5 muestra la cantidad de países comprendidos en el MSCI ACWI que han logrado mayores tasas de crecimiento respecto de la tasa de crecimiento media en cualquier año a lo largo de dos décadas, desde 1990 hasta 2010. Asimismo, se incluye una comparación con China. Si se traza un contraste con el país de alto crecimiento promedio, hubo cinco países más, como mínimo, que crecieron con mayor rapidez en el planeta en un momento determinado. Incluso en el caso de China, hubo varios países más que la opacaron en cuanto a rapidez en el crecimiento entre 1996 y 2000. La conclusión es que las economías pasan por ciclos y siempre habrá otras economías de crecimiento más rápido que los inversionistas deben tener en cuenta.

Tabla 5: Cantidad de Países Comprendidos en el MSCI ACWI que Lograron una Alta Tasa de Crecimiento (1990 - 2010)



Fuente: MSCI

Por otra parte, una de las suposiciones fundamentales de la asignación de capital accionario con preferencia por los activos nacionales considera audazmente que un crecimiento económico nacional superior se traducirá, en última instancia, en una mayor rentabilidad del mercado accionario. Sin embargo, existen numerosos estudios empíricos que demuestran la existencia de vínculos no concluyentes entre la rentabilidad accionaria y el crecimiento económico. Por ejemplo, Bambaci, Chia y Ho (2012) atribuyen el desequilibrio entre los ciclos de crecimiento del PIB y la rentabilidad del mercado accionario a factores intervinientes, como las valuaciones relativas del mercado de renta variable y las expectativas de los inversionistas. En cualquier momento, los precios de los activos reflejan tanto las condiciones actuales del mercado como las expectativas respecto al futuro. Se puede sobrevaluar, subvaluar o valorar con objetividad el mercado accionario en relación con sus perspectivas de crecimiento económico. Asimismo, los patrones de crecimiento económico no guardan una gran correlación con la rentabilidad accionaria a corto plazo, puesto que los datos sobre la rentabilidad se observan a alta frecuencia, mientras que las actividades económicas se miden a baja frecuencia y se efectúan revisiones periódicas. Tales problemas de información plantean desafíos estadísticos de índole práctica en lo que respecta a descifrar la relación entre el crecimiento y la rentabilidad. Esta relación se caracteriza, en forma concisa, por lo siguiente: el vínculo entre el crecimiento del PIB y la rentabilidad accionaria es similar al de dos personas ebrias unidas por una soga caminando por la calle; si bien están conectadas, es posible que no se dirijan en la misma dirección. Experiencias anecdóticas sugieren que es riesgoso basarse puramente en el crecimiento económico como indicador de la rentabilidad accionaria, en especial en inversiones a más corto plazo.

## ¿Ha Dado Frutos la Asignación de Capital Accionario con Preferencia por los Activos Nacionales?

La tabla 6 compara los desempeños accionarios anualizados en las divisas locales<sup>3</sup> de las carteras nacionales (medidos en relación con sus respectivos índices MSCI nacionales) en comparación con carteras regionales y mercados emergentes, desarrollados, globales y con una buena diversificación (medidos, respectivamente, en relación con los índices MSCI ACWI, MSCI World y MSCI Emerging Markets, y MSCI AC Asia ex Japan, MSCI EM EMEA y MSCI EM Latin America). En esta tabla, presentamos el análisis en dos sub períodos de 10 años para comprender mejor las variaciones de los resultados con el transcurso del tiempo. Una rentabilidad en exceso positiva (el diferencial del desempeño de un único país en las carteras globales) indica que los inversionistas de las economías de alto crecimiento lograrían mejores resultados con una asignación de capital accionario nacional, mientras que una rentabilidad en exceso negativa sugeriría que las carteras con diversificación geográfica tienen un desempeño superior. Cabe destacar, también, que los datos de la rentabilidad del índice global MSCI se expresan en la moneda local. En tal sentido, los resultados contemplan las pérdidas o las ganancias resultantes de las exposiciones a las divisas extranjeras. Por último, este análisis se centra sólo en las economías de alto crecimiento en la década de 1990 y de 2000 debido a la falta de datos sobre la rentabilidad de los países emergentes con anterioridad a dicho período.

Tal como se ilustra en la tabla 6, los valores de renta variable nacionales pertenecientes a países de alto crecimiento, por lo general, tuvieron un buen desempeño durante el período, pero no siempre ha sido así. Por ejemplo, China (-16,9%), Indonesia (-4,1%), Tailandia (-6,8%) en la década de 1990, e Irlanda (-

<sup>3</sup> Convertimos las series de rentabilidad en USD de los índices MSCI ACWI, MSCI World, MSCI Emerging Markets y MSCI Regional sobre la base de la cotización cambiaria al contado respecto de los USD para cada una de las monedas de las economías de alto crecimiento.

13,3%) en la década de 2000 registraron un rendimiento accionario local negativo pese a haber logrado un alto crecimiento económico.

En comparación con otras carteras accionarias diversificadas, los resultados fueron mixtos. En la década de 1990, los valores de renta variable nacionales de 20 economías de alto crecimiento de un total de 23 (el 87%) sufrió una rentabilidad en exceso negativa en comparación con, por lo menos, una de las cuatro carteras con diversificación geográfica. Es decir, el rendimiento de los valores de renta variable nacionales fue inferior. De los 20 casos, 9 carteras accionarias nacionales se situaron en el último lugar, lo cual indica que fueron las carteras de peor desempeño en un plazo relativo. En la década de 2000, si bien las carteras accionarias nacionales, por lo general, habían tenido un mejor rendimiento, hubo 13 países de alto crecimiento de un total de 23 (el 57%) que arrojaron una rentabilidad en exceso negativa por lo menos, en comparación con una de las cuatro carteras con diversificación geográfica. Como las cifras anualizadas de una década pueden depender excesivamente de la fecha de inicio y de la de finalización, también presentamos, en el Anexo III y en el Anexo IV, un análisis similar basado en todo un período de 20 años y las cifras de la rentabilidad en exceso, continua, promedio durante un año. Los resultados condujeron a una conclusión similar, es decir, desde el punto de vista de la rentabilidad exclusivamente, no existen pruebas para respaldar, en forma sistemática, una asignación de capital accionario con preferencia por los activos nacionales, incluso para los inversionistas de las economías de alto crecimiento.

Tabla 6: Rentabilidad en Exceso Anualizada de Carteras Accionarias Nacionales en Comparación con Carteras con Diversificación Geográfica (Década de 1990 y de 2000)

Región	Países de Alto Crecimiento	Moneda Local	Retorno País MSCI (LOC)	Retorno LOC Excedente Vs				Portafolio por Orden de Mejor Desempeño	
				MSCI ACWI	MSCI World	MSCI EM	MSCI Regional		
1990s	China *	HKD	-16.9%	-28.2%	-28.9%	-17.7%	-16.6%	World / ACWI / EM / Regional / Dom	
	Hong Kong	HKD	13.5%	3.6%	3.3%	7.4%	9.7%	Dom / World / ACWI / EM / Regional	
	India*	INR	7.1%	-10.0%	-10.7%	1.0%	2.2%	World / ACWI / Dom / EM / Regional	
	Indonesia	IDR	-4.1%	-33.5%	-34.0%	-29.1%	-26.4%	World / ACWI / EM / Regional / Dom	
	ASIA	Corea	KRW	0.0%	-16.3%	-16.7%	-12.3%	-9.9%	World / ACWI / EM / Regional / Dom
		Malasia	MYR	2.9%	-10.8%	-11.2%	-6.9%	-4.6%	World / ACWI / EM / Regional / Dom
		Filipinas	PHP	8.4%	-8.2%	-8.6%	-4.2%	-1.9%	World / ACWI / EM / Regional / Dom
		Singapur	SGD	5.9%	-3.9%	-4.3%	-0.1%	2.1%	World / ACWI / EM / Dom / Regional
		Taiwán	TWD	2.8%	-9.2%	-9.6%	-5.4%	-3.1%	World / ACWI / EM / Regional / Dom
Tailandia	THB	-6.8%	-22.8%	-23.2%	-18.8%	-16.4%	World / ACWI / EM / Regional / Dom		
EMEA	República Checa**	CZK	1.2%	-15.4%	-16.5%	2.7%	-18.7%	Regional / World / ACWI / Dom / EM	
	Egipto**	EGP	7.6%	-5.8%	-6.9%	11.8%	-9.1%	Regional / World / ACWI / Dom / EM	
	Irlanda	EUR	12.8%	-1.6%	-2.0%	2.4%	-2.8%	Regional / World / ACWI / Dom / EM	
	Israel *	ILS	14.1%	-2.6%	-3.3%	8.4%	3.6%	World / ACWI / Dom / Regional / EM	
	Polonia*	PLN	37.9%	12.4%	11.7%	24.3%	9.6%	Dom / Regional / World / ACWI / EM	
	Rusia**	RUB	52.2%	-4.7%	-6.2%	19.6%	-9.3%	Regional / World / ACWI / Dom / EM	
	Sudáfrica*	ZAR	11.8%	-5.7%	-6.4%	5.4%	-8.4%	Regional / World / ACWI / Dom / EM	
	Turquía	TRY	76.3%	-12.8%	-13.4%	-6.3%	-14.8%	Regional / World / ACWI / EM / Dom	
	LATAM	Brasil	BRL	249.2%	39.8%	38.7%	50.4%	24.4%	Dom / Regional / World / ACWI / EM
Chile		CLP	16.4%	1.2%	0.8%	5.1%	-4.6%	Regional / Dom / World / ACWI / EM	
Colombia*		COP	3.1%	-24.7%	-25.4%	-12.6%	-17.9%	World / ACWI / Regional / EM / Dom	
México		MXN	25.6%	2.0%	1.5%	6.2%	-4.2%	Regional / Dom / World / ACWI / EM	
Perú*		PEN	13.2%	-9.2%	-10.0%	2.3%	-2.8%	World / ACWI / Regional / Dom / EM	
2000s	China	HKD	11.3%	10.0%	10.9%	-1.8%	1.0%	EM / Dom / Regional / ACWI / World	
	Hong Kong	HKD	4.7%	3.5%	4.3%	-8.4%	-5.6%	EM / Regional / Dom / ACWI / World	
	India	INR	16.7%	15.8%	16.6%	4.0%	6.8%	Dom / EM / Regional / ACWI / World	
	Indonesia	IDR	25.8%	25.2%	26.1%	13.5%	16.3%	Dom / EM / Regional / ACWI / World	
	ASIA	Corea	KRW	16.7%	16.4%	17.3%	4.7%	7.5%	Dom / EM / Regional / ACWI / World
		Malaysia	MYR	8.6%	9.4%	10.2%	-2.2%	0.5%	EM / Dom / Regional / ACWI / World
		Filipinas	PHP	7.7%	7.7%	8.5%	-4.0%	-1.2%	EM / Regional / Dom / ACWI / World
		Singapur	SGD	4.1%	5.8%	6.6%	-5.7%	-3.0%	EM / Regional / Dom / ACWI / World
		Taiwán	TWD	3.7%	3.6%	4.5%	-8.1%	-5.3%	EM / Regional / Dom / ACWI / World
Tailandia	THB	14.9%	17.2%	18.0%	5.8%	8.5%	Dom / EM / Regional / ACWI / World		
EMEA	República Checa	CZK	12.1%	17.6%	18.4%	6.6%	18.1%	Dom / EM / ACWI / Regional / World	
	Egipto	EGP	25.2%	19.7%	20.6%	7.4%	20.3%	Dom / EM / ACWI / Regional / World	
	Irlanda	EUR	-13.3%	-11.0%	-10.2%	-22.5%	-10.5%	EM / ACWI / Regional / World / Dom	
	Israel	ILS	2.3%	4.6%	3.2%	-9.4%	-13.7%	Regional / EM / Dom / World / ACWI	
	Polonia	PLN	3.8%	5.9%	6.7%	-5.6%	6.4%	EM / Dom / ACWI / Regional / World	
	Rusia	RUB	20.4%	18.4%	19.3%	6.5%	19.0%	Dom / EM / ACWI / Regional / World	
	Sudáfrica	ZAR	13.0%	13.0%	13.9%	1.3%	13.6%	Dom / EM / ACWI / Regional / World	
Turquía	TRY	19.2%	9.1%	10.0%	-3.8%	9.7%	EM / Dom / ACWI / Regional / World		
LATAM	Brasil	BRL	15.4%	15.7%	16.6%	4.0%	-0.3%	Regional / Dom / EM / ACWI / World	
	Chile	CLP	14.7%	15.4%	16.2%	3.8%	-0.5%	Regional / Dom / EM / ACWI / World	
	Colombia	COP	36.6%	36.9%	37.7%	25.2%	20.9%	Dom / Regional / EM / ACWI / World	
	México	MXN	19.0%	15.1%	15.9%	2.9%	-1.6%	Regional / Dom / EM / ACWI / World	
	Perú	PEN	27.7%	28.7%	29.5%	17.1%	12.8%	Dom / Regional / EM / ACWI / World	

Fuente: MSCI

Toda la información de retorno es calculada basada en los precios de los índices correspondientes.

\* La fecha de comienzo del análisis de estos países en los 1990's es el 31 de Diciembre de 1992 debido a las restricciones de disponibilidad de la información.

\*\* La fecha de comienzo del análisis de estos países en los 1990's es el 31 de Diciembre de 1994 debido a las restricciones de disponibilidad de la información. Correspondientemente, los retornos de los índices MSCI ACWI, MSCI World, MSCI Emerging Markets Y MSCI Regional para estos países ha sido ajustados.

Los países en itálicas son comunmente percibidos como países de alto crecimiento pero no entran dentro de la definición de alto crecimiento de este documento de investigación.

## Sección III– La Inversión Global: ¿Un Factor de Diversificación del Riesgo?

Invertir exclusivamente en mercados accionarios nacionales puede acarrear un riesgo considerable. Si bien el riesgo puede implicar un rendimiento negativo o positivo, el análisis precedente muestra que el desempeño de las inversiones con preferencia por los activos nacionales en los países de alto crecimiento es, en el mejor de los casos, mixto. Estos resultados se agravan por la naturaleza sumamente repetitiva del comportamiento preponderante de las asignaciones de activos. Tomemos como ejemplo a Japón, donde los inversionistas suelen apostar por el lado incorrecto del mercado al retener una cartera con una preferencia nacional cuando el mercado accionario nacional tiene un rendimiento inferior al del mercado accionario global.<sup>4</sup> Una asignación nacional constante puede generar un riesgo considerable en relación con los tiempos del mercado. En esta sección, analizamos las múltiples dimensiones del riesgo asociado a las asignaciones de capital accionario con una orientación local para los inversionistas de países de alto crecimiento.

### El Riesgo Respecto a la Concentración en los Mercados Nacionales

Debido a que los mercados accionarios en las economías de alto crecimiento tienen un menor tamaño en general y una menor flotación libre (con relación a las economías de mayor tamaño, pero de crecimiento más bajo), los inversionistas de economías de alto crecimiento son sensibles al riesgo relativo a la concentración en los mercados nacionales. El crecimiento económico rápido de estos países durante las últimas décadas ha llevado a una fuerte acumulación de riquezas. Cada vez más, los principales inversionistas nacionales de estos mercados se encuentran dominando sus propias plazas. Como lo ilustra la tabla 7, los activos de fondos para jubilación nacionales de países como Malasia y Chile representan más de tres quintos de las capitalizaciones del mercado accionario del país. Ese riesgo se podría manifestar ante situaciones adversas del mercado.

Tabla 7: Los Grandes Inversionistas Nacionales Están Atestando los Mercados Accionarios Locales

Región	País	Activos Fondos de Pensión Nacionales (USD m)	% Est. Asignación de Capital Nacional	Activos en Acciones Nacionales retenidos por Fondos de Pensión	Cap. Del índice en el Mercado Accionario (USD m)	% Activos Nacionales Pensión / Cap. Mercado
Asia	Malaysia	214,989	92.7%	79,719	114,960	69.3%
	Hong Kong	301,684	57.5%	69,388	265,439	26.1%
	Singapore	299,550	30.8%	36,950	157,604	23.4%
	Corea	288,143	91.3%	105,199	487,141	21.6%
	India	94,678	99.9%	37,818	200,664	18.8%
	Thailand	16,374	97.3%	6,376	63,101	10.1%
EMEA	<i>South Africa</i>	183,075	85.9%	62,915	254,262	24.7%
	Russia	119,210	99.2%	47,283	205,095	23.1%
LATAM	Chile	120,781	76.7%	37,041	57,436	64.5%
	<i>Mexico</i>	62,495	99.3%	24,833	152,728	16.3%
	<i>Brazil</i>	142,026	98.3%	55,817	488,126	11.4%

Fuente: Al Global 500, MSCI, IMF, Banco Mundial. Al 31 Diciembre del 2011.

Asumiendo una asignación de capital accionario del 40%. Excluye activos de Instituciones que no invierten a nivel nacional.

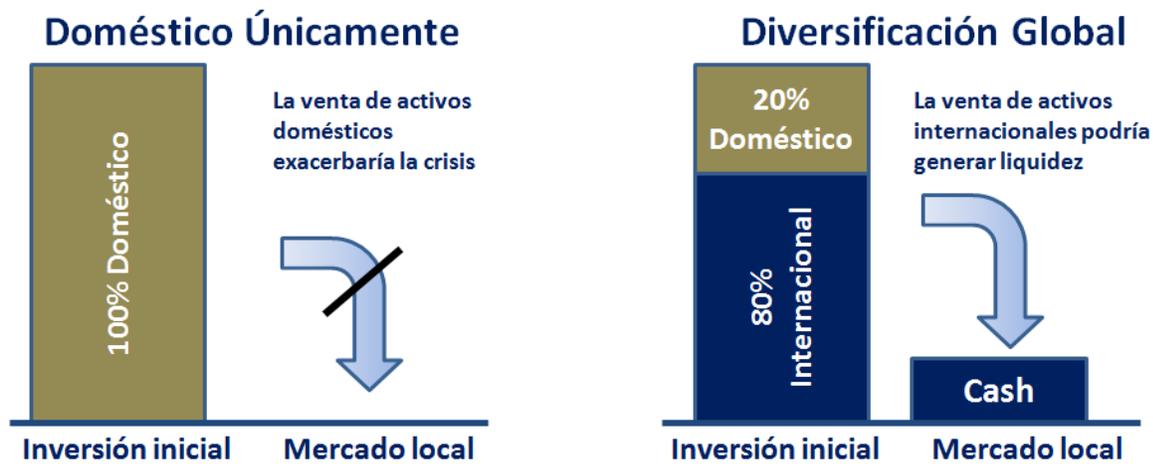
Los países en *italicas* son comunmente percibidos como países de alto crecimiento pero no entran dentro de la definición de alto crecimiento de este documento de investigación.

<sup>4</sup> C.P. Chia, «Quantifying the Cost of Home Bias – A Japan Perspective» [Cómo cuantificar el costo de la preferencia por los activos nacionales: la perspectiva de Japón], MSCI, octubre de 2009.

## La Diversificación Global Resulta Particularmente Útil Durante una Crisis del Mercado Nacional

Imaginemos un escenario donde los inversionistas sólo invierten en los mercados accionarios locales. Por naturaleza, estos inversionistas se convertirán en los vendedores forzados de valores de renta variable en una situación crítica durante los requerimientos de liquidez. Este tipo de accionar no sólo puede agravar la reducción del capital de la cartera, sino que podría, además, generar más volatilidad en el mercado local. Mientras que los inversionistas bursátiles con una exposición accionaria global diversificada podrían gestionar sus requerimientos de liquidez reequilibrando las exposiciones a las acciones extranjeras y dejando la cartera nacional intacta.

Gráfico 8: El Efecto de un Rebalanceo Forzoso Durante Una Crisis



El escenario descrito anteriormente no es hipotético. Si la historia sirve de indicador, ni siquiera los países con el nivel de crecimiento más acelerado están exentos de sufrir situaciones bursátiles extremas y descensos abruptos. La crisis financiera asiática de 1997, la crisis del rublo de 1998 y la crisis financiera mundial de 2008 son algunos ejemplos famosos. La tabla 9 muestra el máximo descenso de los países de alto crecimiento durante un año dado en las dos últimas décadas y destaca que ha habido varios episodios graves en las crisis nacionales. En comparación con la rentabilidad accionaria global de los períodos correspondientes, no sólo observamos que una cartera global bien diversificada redujo en forma constante el riesgo propio de la cartera, sino que logró un desempeño mucho mejor. En muchos casos, la rentabilidad accionaria global correspondiente después de la conversión a las monedas locales fue positiva. Las evidencias históricas de los beneficios de la diversificación no se deberían tomar a la ligera.

Tabla 9: Máximo Descenso de los Países de Alto Crecimiento Durante un Año Determinado (1990 - 2010)

Región	País	Comienzo del Periodo	Fin del Periodo	Máximo Descenso el País (LOC)	Retorno Corresp. a ACWI (LOC)	Retorno Excedente (LOC)
Asia	China	Sep-97	Aug-98	-79%	-6%	-73%
	Hong Kong	Sep-97	Jul-98	-57%	10%	-67%
	India	Dec-07	Nov-08	-60%	-31%	-29%
	Indonesia	Mar-98	Sep-98	-58%	8%	-67%
	Corea	Jul-97	Jun-98	-52%	65%	-117%
	Malaysia	Sep-97	Aug-98	-65%	21%	-86%
	Philippines	Jan-97	Nov-97	-50%	45%	-96%
	Singapore	Nov-07	Oct-08	-54%	-41%	-13%
	Taiwan	Jan-90	Sep-90	-77%	-18%	-59%
	Thailand	Sep-97	Aug-98	-70%	9%	-79%
EMEA	Czech Republic	May-08	Feb-09	-50%	-34%	-17%
	Egypt	Apr-08	Feb-09	-68%	-49%	-18%
	Poland	Feb-94	Jan-95	-73%	6%	-79%
	Russia	Oct-97	Sep-98	-78%	177%	-255%
	<i>South Africa</i>	Apr-98	Aug-98	-42%	9%	-51%
	Turkey	Apr-00	Mar-01	-56%	33%	-89%
	Ireland	Apr-08	Feb-09	-72%	-40%	-32%
	Israel	Oct-00	Sep-01	-51%	-24%	-27%
LATAM	<i>Brazil</i>	May-08	Nov-08	-51%	-20%	-31%
	Chile	Sep-97	Aug-98	-46%	7%	-53%
	<i>Colombia</i>	Dec-97	Oct-98	-53%	31%	-84%
	<i>México</i>	May-08	Feb-09	-43%	-30%	-14%
	Peru	Feb-08	Oct-08	-62%	-32%	-30%

Fuente: MSCI

Los países en itálicas son comúnmente percibidos como países de alto crecimiento pero no entran dentro de la definición de alto crecimiento de este documento de investigación.

## Cuantificando los Beneficios de la Reducción en la Preferencia por los Activos Nacionales y la Inversión Global

Para cuantificar mejor tanto los beneficios de la reducción de la preferencia por los activos nacionales como los de la diversificación de la inversión global, hemos conformado carteras con diversos grados de combinación de asignaciones de capital accionario local-global para comparar los perfiles de riesgo y de rentabilidad. La tabla 10 muestra la reducción histórica del riesgo y las mejoras de la rentabilidad en función al riesgo de las asignaciones de capital accionario local-global respecto de las asignaciones accionarias nacionales desde 1990 hasta 2010. Para facilitar la comparación, se han sombreado las asignaciones con mejor desempeño en cuanto a la reducción del riesgo y a la mejora de la relación riesgo-beneficio. Cabe destacar que este análisis se concentra en las observaciones históricas en lugar de en las recomendaciones de amplias miras sobre la asignación accionaria óptima.

Tabla 10: Reducción del Riesgo y Mejoras en la Relación Riesgo-Beneficio a Partir de la Reducción de la Preferencia por los Activos Nacionales y la Asignación de Capital Accionario Global (1990 – 2010)

Países con Alto Crecimiento	Cambios en Riesgo				Cambios en Retorno/Riesgo			
	100% ACWI	25% Local 75% ACWI	50% Local 50% ACWI	75% Local 25% ACWI	100% ACWI	25% Local 75% ACWI	50% Local 50% ACWI	75% Local 25% ACWI
China	-56%	-47%	-34%	-18%	173%	123%	70%	29%
Hong Kong	-49%	-41%	-30%	-16%	-4%	6%	6%	3%
India	-54%	-48%	-35%	-18%	6%	18%	14%	7%
Indonesia	-14%	-34%	-39%	-25%	13%	49%	61%	32%
Corea	-13%	-34%	-39%	-25%	-7%	30%	49%	28%
Malasia	-21%	-35%	-35%	-21%	9%	37%	43%	23%
Filipinas	-48%	-47%	-36%	-20%	26%	40%	30%	14%
Singapur	-44%	-39%	-29%	-15%	5%	13%	11%	6%
Taiwán	-46%	-40%	-30%	-16%	63%	52%	33%	15%
Tailandia	-35%	-45%	-39%	-23%	20%	50%	47%	22%
República Checa	-11%	-22%	-24%	-16%	-50%	-25%	-5%	2%
Egipto	-59%	-50%	-36%	-19%	-14%	4%	5%	3%
Irlanda	-24%	-23%	-18%	-10%	154%	120%	79%	37%
Israel	-27%	-26%	-21%	-12%	14%	19%	16%	9%
Polonia	-89%	-70%	-47%	-23%	76%	29%	12%	4%
Rusia	-18%	-35%	-37%	-23%	-31%	4%	24%	16%
Sudáfrica	2%	-12%	-18%	-13%	-33%	-13%	2%	6%
Turquía	-64%	-55%	-39%	-20%	78%	61%	34%	14%
Brasil	-32%	-24%	-16%	-8%	-6%	-4%	-2%	-1%
Chile	-48%	-46%	-35%	-19%	-18%	5%	9%	5%
Colombia	-42%	-51%	-43%	-24%	-11%	29%	33%	16%
México	-26%	-35%	-33%	-20%	-19%	8%	19%	12%
Perú	-31%	-34%	-28%	-16%	-37%	-13%	0%	3%
<b>Promedio</b>	<b>-37%</b>	<b>-39%</b>	<b>-32%</b>	<b>-18%</b>	<b>18%</b>	<b>28%</b>	<b>26%</b>	<b>13%</b>

Fuente: MSCI

Los países en *itálicas* son comúnmente percibidos como países de alto crecimiento pero no entran dentro de la definición de alto crecimiento de este documento de investigación.

Desde el punto de vista de la reducción del riesgo, los resultados indican que, para los países de alto crecimiento, casi todas las combinaciones de asignaciones de capital accionario local-global ha producido un perfil de riesgo superior a las asignaciones de capital accionario meramente nacional. Los inversionistas, al reducir la preferencia por los activos nacionales y aumentar las exposiciones a los valores de renta variable globales en las asignaciones de capital accionario, pudieron lograr una reducción del riesgo propio de la cartera que oscila entre el 18% y el 39% en promedio. Para más de la mitad de los países de alto crecimiento analizados, los resultados indicaron que una asignación de capital accionario meramente global sin una preferencia por los activos nacionales contribuyó para que se lograra una mayor reducción del riesgo.

Se puede extraer una conclusión similar de una perspectiva de mejora de la rentabilidad en función al riesgo. Al sumar valores de renta variable globales y reducir la preferencia por los activos nacionales, la mejora en los perfiles de riesgo-beneficio de las asignaciones de capital accionario hubiera oscilado entre el 13% y el 28% en promedio. Brasil fue la única excepción: los valores de renta variable nacionales lograron una mejor rentabilidad relativa durante el período. No obstante, es importante resaltar que la diversificación de la cartera se funda en la reducción del riesgo más que en la promesa de un mejor desempeño. Sería preciso que el inversionista adoptara una perspectiva activa en cuanto a la rentabilidad de la cartera para justificar la combinación apropiada de asignaciones. Es decir, salvo que los inversionistas elaboren una previsión perfecta, apostar por la rentabilidad puede ser peligroso.

Los resultados anteriores demuestran que los inversionistas de las economías de alto crecimiento se hubieran beneficiado al reducir los niveles corrientes de preferencia por los activos nacionales. Para los inversionistas preocupados por el riesgo propio de la cartera, los resultados históricos respaldaron

ampliamente las asignaciones de capital accionario global con una buena diversificación y sin preferencia por los activos nacionales o con una preferencia acotada. La misma conclusión se aplica a los inversionistas que buscan mejoras en la relación riesgo-beneficio.

## Sección IV— Conclusiones

La globalización de las carteras accionarias es una tendencia fundamental en la inversión de valores de renta variable. Desde la crisis financiera mundial, el enfoque global para la inversión en valores de renta variable ha atraído a muchos inversionistas institucionales procedentes de países desarrollados. A su vez, varios inversionistas líderes en la formación de opinión provenientes de economías de alto crecimiento cuestionan cada vez más los méritos del enfoque tradicional con una orientación nacional en lo que atañe a la asignación de capital accionario.

El presente trabajo de investigación tiene por objeto ayudar a los inversionistas de los países de alto crecimiento a adoptar una perspectiva crítica respecto de su modelo preponderante de asignación de capital accionario. Presentamos los argumentos a favor de los inversionistas de países de alto crecimiento que tienen en cuenta un marco global para la asignación de capital accionario. Asimismo, investigamos la trayectoria en el desempeño de las asignaciones accionarias con una orientación nacional y cuantificamos los beneficios de la reducción de la preferencia por los activos nacionales y del enfoque global respecto de la asignación de capital accionario.

Los hallazgos de nuestra investigación indicaron que las asignaciones de capital accionario con preferencia por los activos nacionales generan resultados mixtos para los inversionistas de las economías de alto crecimiento. El alto crecimiento económico no ha sido, ni debería ser, una justificación para los altos niveles de preferencia por los activos nacionales y los bajos niveles de asignación global. Por otra parte, un marco global para la asignación de capital accionario ofrece un amplio acceso a una completa diversidad global de oportunidades de inversión. Los resultados históricos demuestran que la diversificación de los valores de renta variable globales contribuyó a reducir el riesgo de las carteras y, en muchos casos, generaron mejoras en la rentabilidad en función al riesgo. Lo que resulta más importante: la diversificación global del capital accionario ha sido efectiva para mitigar las consecuencias de los peores rendimientos en el ámbito local durante las crisis del mercado. Todo inversionista a largo plazo preocupado por la preservación de la riqueza debería contemplar estas implicancias antes de efectuar las asignaciones de capital accionario.

En resumen, salvo que los inversionistas tengan una firme convicción respecto del desempeño futuro de los valores de renta variable nacionales frente a los globales, las asignaciones de capital accionario con preferencia por los activos nacionales pueden acarrear un riesgo considerable para las carteras de los inversionistas. Existen beneficios evidentes en términos de reducción del riesgo y de mejoras potenciales en la relación riesgo-beneficio si los inversionistas de las economías de alto crecimiento consideran adoptar la buena práctica de la inversión global.

## Referencias

- Campa, J. Manuel, y N. Fernández, «Sources of Gains from International Portfolio Diversification» [Fuentes de ganancia a partir de la diversificación internacional de la cartera], 2005. Ponencia de las Reuniones de EFMA en Basilea en 2004. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=487862>
- C. Jiang, Y. Ma y Y. An, «International Diversification Benefits – An Investigation from the Perspective of Chinese Investors» [Los beneficios de la diversificación internacional: una investigación desde la perspectiva de los inversionistas chinos], abril de 2010. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1581384>
- C.P. Chia, «Quantifying the Cost of Home Bias – A Japan Perspective» [Cómo cuantificar el costo de la preferencia por los activos nacionales: la perspectiva de Japón], MSCI, octubre de 2009.
- J. Bambaci, C.P. Chia y B. Ho, «Broad is Beautiful – Rethinking Allocations to Emerging Markets» [Cuanto más amplio, mejor. El replanteo de las asignaciones en los mercados emergentes], MSCI, septiembre de 2012.
- J. Driessen y L. Laeven, «International Portfolio Diversification Benefits – Cross-Country Evidence from a Local Perspective» [Los beneficios de la diversificación internacional de la cartera: pruebas nacionales desde una perspectiva local], *Journal of Banking and Finance* 31(6), 1693-1712, 2007.
- K. Winkelmann, L. Hentschel, R. Suryanarayanan y K. Varga, *Macro-Sensitive Portfolio Strategies* [Estrategias de cartera macrosensibles], noviembre de 2012.
- L. You y R.T. Daigler, «Is International Diversification Really Beneficial?» [¿Es realmente beneficiosa la diversificación internacional?], *Journal of Banking and Finance* 34(1), 163-173, 2010.
- Trabajo de investigación de MSCI, «Is There a Link Between GDP Growth and Equity Returns?» [¿Existe un vínculo entre el crecimiento del PIB y la rentabilidad del capital accionario?], 2010.
- R. Subramanian, F. Nielsen y G. Fachinotti, «Globalization of Equity Policy Portfolios» [Globalización de las carteras accionarias], MSCI, octubre de 2009.
- X. Kang, F. Nielsen y G. Fachinotti, «The ‘New Classic’ Equity Allocation?» [¿El «nuevo clásico» en asignación de capital accionario?], MSCI, octubre de 2010.
- W.J. Chiou y C.M. Tsai, «Time Variation in the Benefits and Portfolio Allocation of International Diversification with Investment Constraints» [Variación temporal en los beneficios y la asignación de carteras de diversificación internacional con restricciones en la inversión], agosto de 2006.

## Apéndice

El Apéndice I enumera las economías de alto crecimiento en el presente estudio y la cantidad de años durante los cuales lograron un crecimiento superior al promedio en una década. Si bien muchas de las economías de alto crecimiento provinieron de países emergentes, hubo varias excepciones de las economías desarrolladas. Por ejemplo, Japón en la primera parte de la década de 1970 y Hong Kong y Singapur durante las últimas cuatro décadas. En general, muy pocos países lograron mantener un alto crecimiento económico en forma constante a lo largo del tiempo. China fue un ejemplo notable, puesto que logró un crecimiento por encima del promedio todos los años a lo largo de veinte años, desde 1990 hasta 2010. Dentro de la muestra, hubo también muchos países que registraron un crecimiento extraordinario durante uno o dos años, pero que salieron del universo del alto crecimiento durante los años siguientes. Entre los ejemplos se encuentran algunas de las economías de alto crecimiento que se suelen observar con mayor frecuencia, como Brasil, Colombia, México y Sudáfrica en las décadas recientes (Apéndice II). A fin de preservar la integridad del presente trabajo, el análisis efectuado también abarcó a los países que no lograron un alto crecimiento durante tres años consecutivos.

### Apéndice I: Países de Alto Crecimiento (1970 - 2010)

1970s	1980s	1990s	2000s
China (4)	China (7)	China (10)	China (10) India (9) Perú (7)
Singapur (7) Indonesia (3) Egipto (3)	Singapur (8)	Singapur (9) Indonesia (6)	Singapur (7) Indonesia (8) Egipto (5) Rusia (8) Filipinas (6)
Malasia (4) Tailandia (4) Corea (4) Hong Kong (8)	Malasia (7) Tailandia (7) Corea (10) Hong Kong (6)	Malasia (9) Tailandia (6) Corea (8) Hong Kong (4) Polonia (4) Turquía (6) Chile (6)	Malasia (7) Tailandia (4) Hong Kong (5) Polonia (4) Turquía (6)
Chile (4) Brasil (6)	Chile (5)	Chile (6)	República Checa (3)
Taiwán (10) México (3) Japón (3)	Taiwán (8)	Israel (5) Taiwán (8) Irlanda (6)	Irlanda (3)

Source: MSCI

El orden de los países está sorteado por el promedio de su crecimiento anual nominal del GDP en la década del 2000.

Apéndice II: Lista de Países de Alto Crecimiento Sin Crecimiento Consecutivo

1970s	1980s	1990s	2000s
India (2)	India (4)		
Perú (1)	Perú (3)	Perú (3)	
	Indonesia (5)		
Marruecos (2)	Marruecos (4)	Marruecos (4)	Marruecos (5)
	Egipto (4)	Egipto (2)	
		Rusia (2)	
Filipinas (3)			
			Corea (4)
Colombia (1)	Colombia (1)	Colombia (1)	Colombia (3)
Turquía (2)	Turquía (4)		
			Chile (4)
	Brasil (2)		Brasil (2)
			Sudáfrica (1)
Israel (1)	Israel (2)		Israel (2)
	Australia (1)	Australia (2)	Australia (2)
			Taiwán (3)
Irlanda (3)	Irlanda (1)		
		Nueva Zelanda (2)	Nueva Zelanda (2)
Grecia (4)			Grecia (2)
		España (1)	España (1)
		Suecia (1)	
Hungría (2)		Hungría (1)	Hungría (2)
		Canadá (2)	
		Finlandia (2)	
	México (1)	México (3)	
	EEUU (1)	EEUU (1)	
Noruega (1)	Noruega (1)		
		Alemania (1)	
	Japón (1)		
Portugal (1)	Portugal (2)	Portugal (1)	

Fuente: MSCI

El orden de los países esta sorteado por el promedio de su crecimiento anual nominal del GDP en la década del 2000.

Apéndice III: Rentabilidad en Exceso Anualizada Durante 20 años de Carteras Accionarias Nacionales en Comparación con Carteras con Diversificación Geográfica (de 1990 a 2010)

Región	Países con Alto Crecimiento	Moneda Local	Retorno País MSCI (LOC)	Retorno LOC Excedente Vs				Portafolio por Orden de Mejor Desempeño
				MSCI ACWI	MSCI World	MSCI EM	MSCI Regional	
ASIA	China *	HKD	-2.2%	-7.9%	-7.7%	-9.7%	-7.7%	EM / ACWI / Regional / World / Dom
	Hong Kong	HKD	9.0%	3.5%	3.8%	-0.5%	2.0%	EM / Dom / Regional / ACWI / World
	India*	INR	12.3%	4.5%	4.7%	2.6%	4.7%	Dom / EM / ACWI / Regional / World
	Indonesia	IDR	9.8%	-4.2%	-4.0%	-8.7%	-5.9%	EM / Regional / ACWI / World / Dom
	Corea	KRW	8.0%	0.1%	0.3%	-4.1%	-1.5%	EM / Regional / Dom / ACWI / World
	Malasia	MYR	5.7%	-0.5%	-0.2%	-4.6%	-2.0%	EM / Regional / ACWI / World / Dom
	Filipinas	PHP	8.0%	0.0%	0.3%	-4.1%	-1.5%	EM / Regional / Dom / ACWI / World
	Singapur	SGD	5.0%	1.1%	1.4%	-2.9%	-0.4%	EM / Regional / Dom / ACWI / World
	Taiwán	TWD	3.2%	-2.6%	-2.4%	-6.7%	-4.2%	EM / Regional / ACWI / World / Dom
Tailandia	THB	3.5%	-2.9%	-2.7%	-7.1%	-4.5%	EM / Regional / ACWI / World / Dom	
EMEA	República Checa**	CZK	7.9%	5.7%	5.8%	5.1%	4.9%	Dom / Regional / EM / ACWI / World
	Egipto**	EGP	18.3%	9.9%	10.1%	9.2%	9.1%	Dom / Regional / EM / ACWI / World
	Irlanda	EUR	-1.1%	-6.8%	-6.6%	-10.9%	-7.1%	EM / Regional / ACWI / World / Dom
	Israel *	ILS	7.4%	0.3%	0.5%	-1.6%	-6.1%	Regional / EM / Dom / ACWI / World
	Polonia*	PLN	17.8%	8.4%	8.7%	6.5%	7.7%	Dom / EM / Regional / ACWI / World
	Rusia**	RUB	31.4%	11.6%	11.8%	10.9%	10.7%	Dom / Regional / EM / ACWI / World
	Sudáfrica*	ZAR	12.5%	5.1%	5.3%	3.2%	4.3%	Dom / EM / Regional / ACWI / World
Turquía	TRY	45.0%	0.7%	1.0%	-4.9%	0.3%	EM / Dom / Regional / ACWI / World	
LATAM	Brasil	BRL	100.8%	25.1%	25.5%	18.3%	6.9%	Dom / Regional / EM / ACWI / World
	Chile	CLP	15.5%	8.6%	8.8%	4.4%	-2.5%	Regional / Dom / EM / ACWI / World
	Colombia*	COP	20.6%	9.2%	9.4%	7.2%	2.5%	Dom / Regional / EM / ACWI / World
	México	MXN	22.2%	8.9%	9.2%	4.5%	-2.8%	Regional / Dom / EM / ACWI / World
	Perú*	PEN	21.1%	12.2%	12.5%	10.3%	5.7%	Dom / Regional / EM / ACWI / World

Fuente: MSCI

Toda la información de retorno es calculada basada en los precios de los índices correspondientes.

\* La fecha de comienzo del análisis de estos países en los 1990's es el 31 de Diciembre de 1992 debido a las restricciones de disponibilidad de la información.

\*\* La fecha de comienzo del análisis de estos países en los 1990's es el 31 de Diciembre de 1994 debido a las restricciones de disponibilidad de la información. Correspondientemente, los retornos de los índices MSCI ACWI, MSCI World, MSCI Emerging Markets Y MSCI Regional para estos países ha sido ajustados.

Los países en itálicas son comunmente percibidos como países de alto crecimiento pero no entran dentro de la definición de alto crecimiento de este documento de investigación.

Apéndice IV: Rentabilidad en Exceso, Continua, Promedio Durante un Año de Carteras Accionarias Nacionales en Comparación con Carteras con Diversificación Geográfica (Década de 1990 y de 2000)

Region	Países de Alto Crecimiento	Moneda Local	Promedio Móvil (1 año en moneda local)	Excedente de Promedio Móvil (1 año en moneda local) Vs				Portafolio por Orden de Mejor Desempeño
				MSCI ACWI	MSCI World	MSCI EM	MSCI Regional	
1990s	China *	HKD	-9%	-22%	-23%	-16%	-16%	World / ACWI / Regional / EM / Dom
	Hong Kong	HKD	18%	8%	7%	8%	8%	Dom / World / EM / ACWI / Regional
	India*	INR	16%	-3%	-4%	5%	5%	World / ACWI / Dom / Regional / EM
	Indonesia	IDR	4%	-41%	-42%	-28%	-22%	World / ACWI / EM / Regional / Dom
	Corea	KRW	12%	-6%	-6%	-4%	-2%	World / ACWI / EM / Regional / Dom
	Malasia	MYR	11%	-5%	-5%	-2%	-1%	World / ACWI / EM / Regional / Dom
	Filipinas	PHP	13%	-6%	-6%	-4%	-3%	World / ACWI / EM / Regional / Dom
	Singapur	SGD	9%	-1%	-2%	0%	0%	World / ACWI / EM / Dom / Regional
	Taiwán	TWD	9%	-4%	-4%	-3%	-2%	World / ACWI / EM / Regional / Dom
	Tailandia	THB	1%	-16%	-17%	-14%	-13%	World / ACWI / EM / Regional / Dom
EMEA	República Checa**	CZK	11%	-13%	-14%	0%	-15%	Regional / World / ACWI / EM / Dom
	Egipto**	EGP	20%	5%	4%	17%	3%	Dom / Regional / World / ACWI / EM
	Irlanda	EUR	12%	-3%	-3%	-3%	-4%	Regional / EM / World / ACWI / Dom
	Israel *	ILS	18%	-1%	-1%	6%	-4%	Regional / World / ACWI / Dom / EM
	Polonia*	PLN	77%	48%	48%	55%	46%	Dom / Regional / World / ACWI / EM
	Rusia**	RUB	120%	35%	33%	59%	35%	Dom / World / ACWI / Regional / EM
	Sudáfrica*	ZAR	12%	-8%	-9%	0%	-11%	Regional / World / ACWI / EM / Dom
	Turquía	TRY	106%	11%	11%	8%	9%	Dom / EM / Regional / World / ACWI
LATAM	Brasil	BRL	976%	297%	302%	159%	95%	Dom / Regional / EM / ACWI / World
	Chile	CLP	27%	9%	9%	9%	-4%	Regional / Dom / World / EM / ACWI
	Colombia*	COP	14%	-16%	-17%	-8%	-14%	World / ACWI / Regional / EM / Dom
	México	MXN	35%	9%	8%	11%	0%	Regional / Dom / World / ACWI / EM
	Perú*	PEN	22%	-1%	-2%	6%	1%	World / ACWI / Dom / Regional / EM
2000s	China	HKD	16%	14%	15%	2%	5%	Dom / EM / Regional / ACWI / World
	Hong Kong	HKD	6%	4%	5%	-8%	-5%	EM / Regional / Dom / ACWI / World
	India	INR	20%	19%	20%	7%	10%	Dom / EM / Regional / ACWI / World
	Indonesia	IDR	28%	26%	27%	14%	17%	Dom / EM / Regional / ACWI / World
	Corea	KRW	15%	14%	15%	3%	6%	Dom / EM / Regional / ACWI / World
	Malasia	MYR	8%	8%	9%	-4%	-1%	EM / Regional / Dom / ACWI / World
	Filipinas	PHP	10%	9%	10%	-3%	0%	EM / Dom / Regional / ACWI / World
	Singapur	SGD	7%	8%	8%	-4%	-1%	EM / Regional / Dom / ACWI / World
	Taiwán	TWD	2%	0%	1%	-12%	-8%	EM / Regional / Dom / ACWI / World
	Tailandia	THB	15%	16%	17%	4%	7%	Dom / EM / Regional / ACWI / World
EMEA	República Checa	CZK	16%	21%	21%	9%	20%	Dom / EM / Regional / ACWI / World
	Egipto	EGP	39%	32%	33%	19%	31%	Dom / EM / Regional / ACWI / World
	Irlanda	EUR	-7%	-5%	-4%	-17%	-6%	EM / Regional / ACWI / World / Dom
	Israel	ILS	5%	5%	5%	-8%	4%	EM / Dom / Regional / ACWI / World
	Polonia	PLN	7%	9%	10%	-2%	8%	EM / Dom / Regional / ACWI / World
	Rusia	RUB	23%	21%	22%	9%	21%	Dom / EM / Regional / ACWI / World
	Sudáfrica	ZAR	14%	12%	13%	0%	11%	Dom / EM / Regional / ACWI / World
	Turquía	TRY	21%	10%	11%	-2%	9%	EM / Dom / Regional / ACWI / World
LATAM	Brasil	BRL	19%	19%	20%	8%	2%	Dom / Regional / EM / ACWI / World
	Chile	CLP	15%	15%	16%	4%	-3%	Regional / Dom / EM / ACWI / World
	Colombia	COP	38%	38%	39%	27%	20%	Dom / Regional / EM / ACWI / World
	México	MXN	19%	15%	16%	2%	-5%	Regional / Dom / EM / ACWI / World
	Perú	PEN	28%	28%	29%	16%	9%	Dom / Regional / EM / ACWI / World

Fuente: MSCI

Toda la información de retorno es calculada basada en los precios de los índices correspondientes.

\* La fecha de comienzo del análisis de estos países en los 1990's es el 31 de Diciembre de 1992 debido a las restricciones de disponibilidad de la información.

\*\* La fecha de comienzo del análisis de estos países en los 1990's es el 31 de Diciembre de 1994 debido a las restricciones de disponibilidad de la información. Correspondientemente, los retornos de los índices MSCI ACWI, MSCI World, MSCI Emerging Markets Y MSCI Regional para estos países han sido ajustados.

Los países en itálicas son comúnmente percibidos como países de alto crecimiento pero no entran dentro de la definición de alto crecimiento de este documento de investigación.

*Apéndice V: Reducción del Riesgo y Mejoras en la Relación Riesgo-Beneficio a Partir de la Reducción de la Preferencia por los Activos Nacionales y la Asignación de Capital Accionario Global para Otros Países de Alto Crecimiento (1990 - 2010)*

Países con Alto Crecimiento	Cambios en Riesgo				Cambios en Retorno/Riesgo			
	100% ACWI	25% Local 75% ACWI	50% Local 50% ACWI	75% Local 25% ACWI	100% ACWI	25% Local 75% ACWI	50% Local 50% ACWI	75% Local 25% ACWI
Australia	0.1%	-6.2%	-8.5%	-6.3%	-33.4%	-20.0%	-9.0%	-2.2%
India	-53.7%	-47.6%	-34.7%	-18.3%	6.3%	18.0%	14.3%	6.8%
Japón	-3.9%	-9.9%	-11.3%	-7.8%	-1009.7%	-799.9%	-536.2%	-255.6%
Corea	-13.1%	-34.2%	-39.5%	-25.5%	-7.4%	29.7%	49.1%	27.6%
Nueva Zelanda	-4.8%	-16.5%	-19.8%	-13.7%	65.6%	71.6%	60.7%	32.7%
Taiwán	-46.5%	-40.4%	-29.5%	-15.7%	63.2%	52.0%	32.9%	14.8%
Egipto	-59.4%	-50.5%	-35.9%	-18.6%	-13.7%	3.6%	5.3%	2.9%
Finlandia	-59.7%	-49.5%	-34.8%	-17.9%	2.8%	11.1%	8.4%	4.0%
Alemania	-14.6%	-12.5%	-9.3%	-5.1%	-0.4%	1.5%	2.0%	1.4%
Grecia	-44.0%	-37.5%	-27.2%	-14.4%	120.7%	88.4%	53.5%	23.7%
Hungría	-52.8%	-45.3%	-33.1%	-17.5%	-2.8%	7.7%	8.6%	4.6%
Israel	-26.9%	-26.4%	-21.2%	-12.0%	14.2%	19.1%	16.4%	9.0%
Marruecos	-9.9%	-17.7%	-18.5%	-12.2%	-37.8%	-18.6%	-4.3%	1.3%
Portugal	-20.2%	-19.6%	-15.8%	-9.1%	43.4%	38.0%	27.4%	13.9%
Rusia	-17.9%	-34.7%	-36.9%	-23.2%	-30.7%	3.7%	24.4%	16.3%
Sudáfrica	2.0%	-12.1%	-17.8%	-13.3%	-33.2%	-13.3%	2.3%	6.2%
España	-14.3%	-14.8%	-12.4%	-7.4%	-5.7%	0.5%	3.3%	2.8%
Suecia	-36.8%	-30.1%	-21.4%	-11.2%	-17.9%	-8.5%	-3.3%	-0.9%
Brasil	-32.2%	-24.4%	-16.4%	-8.2%	-5.7%	-3.5%	-2.0%	-0.8%
Canadá	-13.7%	-16.3%	-14.6%	-9.0%	-28.9%	-15.1%	-5.5%	-0.7%
Chile	-48.3%	-45.6%	-34.7%	-18.7%	-17.7%	4.7%	9.1%	5.3%
Colombia	-42.2%	-50.7%	-43.1%	-24.1%	-11.0%	29.1%	33.2%	15.8%
México	-25.8%	-35.2%	-32.8%	-19.7%	-18.8%	8.3%	19.2%	12.2%
Perú	-30.8%	-33.6%	-28.2%	-16.3%	-36.7%	-12.8%	0.2%	2.6%
EEUU	-2.4%	-3.8%	-3.9%	-2.6%	-15.3%	-9.5%	-5.0%	-1.8%
<b>Promedio</b>	<b>-26.9%</b>	<b>-28.6%</b>	<b>-24.1%</b>	<b>-13.9%</b>	<b>-40.4%</b>	<b>-20.6%</b>	<b>-7.8%</b>	<b>-2.3%</b>

Fuente: MSCI

## Client Service Information is Available 24 Hours a Day

[clientservice@msci.com](mailto:clientservice@msci.com)

### Americas

Americas	1.888.588.4567 (toll free)
Atlanta	+ 1.404.551.3212
Boston	+ 1.617.532.0920
Chicago	+ 1.312.675.0545
Montreal	+ 1.514.847.7506
Monterrey	+ 52.81.1253.4020
New York	+ 1.212.804.3901
San Francisco	+ 1.415.836.8800
Sao Paulo	+ 55.11.3706.1360
Stamford	+1.203.325.5630
Toronto	+ 1.416.628.1007

### Europe, Middle East & Africa

Cape Town	+ 27.21.673.0100
Frankfurt	+ 49.69.133.859.00
Geneva	+ 41.22.817.9777
London	+ 44.20.7618.2222
Milan	+ 39.02.5849.0415
Paris	0800.91.59.17 (toll free)

### Asia Pacific

China North	10800.852.1032 (toll free)
China South	10800.152.1032 (toll free)
Hong Kong	+ 852.2844.9333
Seoul	00798.8521.3392 (toll free)
Singapore	800.852.3749 (toll free)
Sydney	+ 61.2.9033.9333
Tokyo	+ 81.3.5226.8222

## Notice and Disclaimer

- This document and all of the information contained in it, including without limitation all text, data, graphs, charts (collectively, the "Information") is the property of MSCI Inc. or its subsidiaries (collectively, "MSCI"), or MSCI's licensors, direct or indirect suppliers or any third party involved in making or compiling any Information (collectively, with MSCI, the "Information Providers") and is provided for informational purposes only. The Information may not be reproduced or disseminated in whole or in part without prior written permission from MSCI.
- The Information may not be used to create derivative works or to verify or correct other data or information. For example (but without limitation), the Information may not be used to create indices, databases, risk models, analytics, software, or in connection with the issuing, offering, sponsoring, managing or marketing of any securities, portfolios, financial products or other investment vehicles utilizing or based on, linked to, tracking or otherwise derived from the Information or any other MSCI data, information, products or services.
- The user of the Information assumes the entire risk of any use it may make or permit to be made of the Information. NONE OF THE INFORMATION PROVIDERS MAKES ANY EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES OR REPRESENTATIONS WITH RESPECT TO THE INFORMATION (OR THE RESULTS TO BE OBTAINED BY THE USE THEREOF), AND TO THE MAXIMUM EXTENT PERMITTED BY APPLICABLE LAW, EACH INFORMATION PROVIDER EXPRESSLY DISCLAIMS ALL IMPLIED WARRANTIES (INCLUDING, WITHOUT LIMITATION, ANY IMPLIED WARRANTIES OF ORIGINALITY, ACCURACY, TIMELINESS, NON-INFRINGEMENT, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY AND FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE) WITH RESPECT TO ANY OF THE INFORMATION.
- Without limiting any of the foregoing and to the maximum extent permitted by applicable law, in no event shall any Information Provider have any liability regarding any of the Information for any direct, indirect, special, punitive, consequential (including lost profits) or any other damages even if notified of the possibility of such damages. The foregoing shall not exclude or limit any liability that may not be applicable law be excluded or limited, including without limitation (as applicable), any liability for death or personal injury to the extent that such injury results from the negligence or willful default of itself, its servants, agents or sub-contractors.
- Information containing any historical information, data or analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance, analysis, forecast or prediction. Past performance does not guarantee future results.
- None of the Information constitutes an offer to sell (or a solicitation of an offer to buy), any security, financial product or other investment vehicle or any trading strategy.
- You cannot invest in an index. MSCI does not issue, sponsor, endorse, market, offer, review or otherwise express any opinion regarding any investment or financial product that may be based on or linked to the performance of any MSCI index.
- MSCI's indirect wholly-owned subsidiary Institutional Shareholder Services, Inc. ("ISS") is a Registered Investment Adviser under the Investment Advisers Act of 1940. Except with respect to any applicable products or services from ISS (including applicable products or services from MSCI ESG Research, which are provided by ISS), neither MSCI nor any of its products or services recommends, endorses, approves or otherwise expresses any opinion regarding any issuer, securities, financial products or instruments or trading strategies and neither MSCI nor any of its products or services is intended to constitute investment advice or a recommendation to make (or refrain from making) any kind of investment decision and may not be relied on as such.
- The MSCI ESG Indices use ratings and other data, analysis and information from MSCI ESG Research. MSCI ESG Research is produced by ISS or its subsidiaries. Issuers mentioned or included in any MSCI ESG Research materials may be a client of MSCI, ISS, or another MSCI subsidiary, or the parent of, or affiliated with, a client of MSCI, ISS, or another MSCI subsidiary, including ISS Corporate Services, Inc., which provides tools and services to issuers. MSCI ESG Research materials, including materials utilized in any MSCI ESG Indices or other products, have not been submitted to, nor received approval from, the United States Securities and Exchange Commission or any other regulatory body.
- Any use of or access to products, services or information of MSCI requires a license from MSCI. MSCI, Barra, RiskMetrics, IPD, ISS, FEA, InvestorForce, and other MSCI brands and product names are the trademarks, service marks, or registered trademarks of MSCI or its subsidiaries in the United States and other jurisdictions. The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI and Standard & Poor's. "Global Industry Classification Standard (GICS)" is a service mark of MSCI and Standard & Poor's.

## About MSCI

MSCI Inc. is a leading provider of investment decision support tools to investors globally, including asset managers, banks, hedge funds and pension funds. MSCI products and services include indices, portfolio risk and performance analytics, and governance tools.

The company's flagship product offerings are: the MSCI indices with close to USD 7 trillion estimated to be benchmarked to them on a worldwide basis<sup>1</sup>; Barra multi-asset class factor models, portfolio risk and performance analytics; RiskMetrics multi-asset class market and credit risk analytics; IPD real estate information, indices and analytics; MSCI ESG (environmental, social and governance) Research screening, analysis and ratings; ISS governance research and outsourced proxy voting and reporting services; and FEA valuation models and risk management software for the energy and commodities markets. MSCI is headquartered in New York, with research and commercial offices around the world.

<sup>1</sup> As of September 30, 2012, as published by eVestment, Lipper and Bloomberg on January 31, 2013