

PRODUCTOS EMERGENTES
por Tomás García Purriños

RIESGO DIVISA AL INVERTIR EN MERCADOS EMERGENTES

Analizar las expectativas de las divisas es extremadamente importante a la hora de realizar una inversión en estas regiones, sea en renta variable o en renta fija.

La inversión internacional aporta notables ventajas, incrementando el universo de activos que incorporar a una cartera. Esto es algo aceptado en la comunidad inversora. Con todo, conlleva algunas particularidades que deben afrontarse como, por ejemplo, el cambio de divisa. Y la pregunta respecto a cubrir o no la cartera no tiene una respuesta tan unánime.

Los críticos suelen subrayar dos motivos para no hacerlo. En primer lugar, que no debería estar en el ámbito de competencia del gestor analizar divisas. Por otro lado, se argumenta que las divisas son un juego de suma cero: cuando una se deprecia es porque otra se aprecia y en el largo plazo se compensan. Respecto al primer argumento, la realidad es que los inversores globales cuya divisa de referencia no es el dólar estadounidense se enfrentan a universos de inversión más pequeños. De hecho, incluir la gestión de coberturas dentro de sus competencias

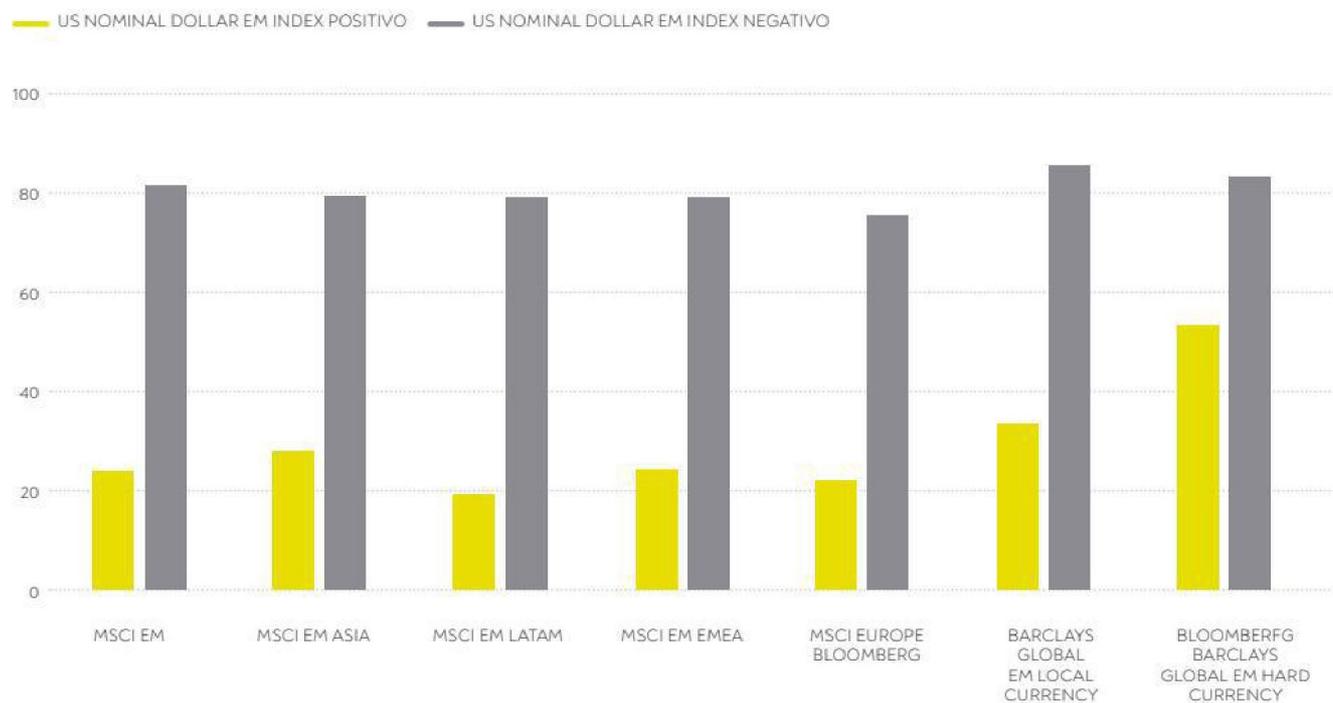
podría ser una necesidad, como ocurre en el caso de países con economías pequeñas o emergentes, que tienen menores opciones de inversión en su divisa (por ejemplo, mercados de renta fija pequeños o poco líquidos, pocas empresas listadas en renta variable, etc.).

EL DEBATE DE SUMA CERO

En cuanto al segundo argumento, podría ser cierto, pero necesita del muy largo plazo. En periodos inferiores a 20-30 años, la divisa podría explicar hasta el 70%-90% de la desviación de unas carteras de bonos y hasta el 20%-30% en carteras de renta variable.

De nuevo, lo anterior es especialmente relevante en el caso de divisas muy volátiles como algunas emergentes que, además, presentan un considerable momentum negativo en periodos de estrés, mayor que el positivo en periodos de bonanza. Además, en general, las depreciaciones suelen estar relacionadas con salidas de capitales o inestabilidad fi- ▶

PORCENTAJE DE MESES POSITIVOS DEPENDIENDO DEL COMPORTAMIENTO DEL DÓLAR



Fuente: Reuters Datastream, Bloomberg, Santander Asset Management.

nanciera y se suman a periodos de caídas del precio de los activos.

De hecho, el tipo de cambio en las divisas emergentes, sobre todo frente al billete verde, es un factor que puede explicar las propias perspectivas de sus economías debido a que, por ejemplo, su deuda cotiza en dólares o gran parte del comercio en estas regiones es en esta divisa.

Históricamente, menos de un tercio de las veces que el tipo de cambio nominal del dólar ponderado por socios comerciales emergentes se revaloriza, la renta variable o la renta fija de estas regiones ha mostrado resultados positivos. Del mismo modo, cuando el dólar se deprecia, el comportamiento de los mercados emergentes, tanto de renta fija como variable, suele ser positivo.

Analizar, por lo tanto, las expectativas de las divisas, especialmente el billete verde, es extremadamente importante a la hora de realizar una inversión en estas regiones. La correlación entre el movimiento del índice del dólar pon-

derado por socios comerciales globales y el ponderado por socios emergentes es muy alta (superior al 80%) y, además, más del 70% de las ocasiones en las que el primer índice ha cerrado positivo, el segundo también lo ha hecho. En términos generales, parece que añadir divisas emergentes incrementa el perfil de riesgo (y el potencial de rentabilidad) de la cartera.

Con todo, desde el punto de vista de un inversor global, se debería analizar la exposición a divisas como la de cualquier otro activo: en términos de cómo afecta a la varianza de la cartera dependiendo de las correlaciones con el resto de componentes.

En este sentido, se puede tener en cuenta, por un lado, el comportamiento del activo cubierto y, por otro, el de la divisa, estudiando qué beneficios aporta añadir la exposición cubierta o sin cubrir.

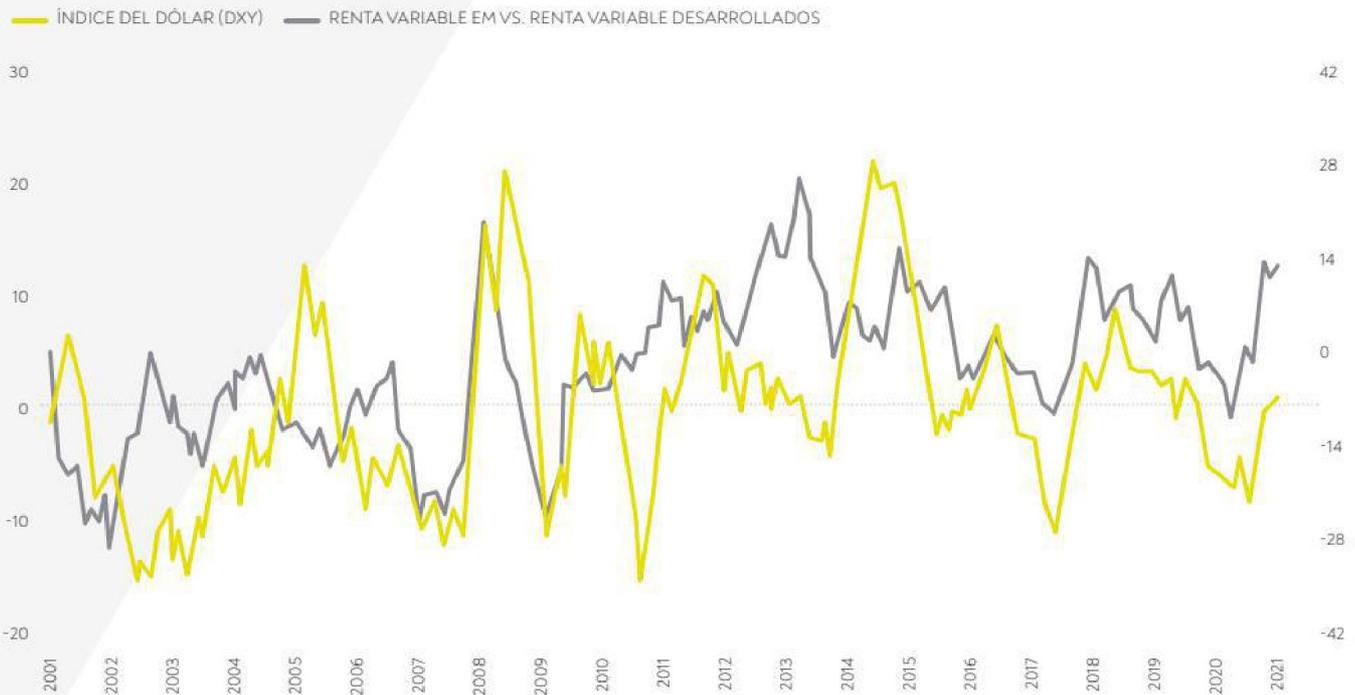
También es importante tener en cuenta que en estas inversiones debemos dividir el propio riesgo de divisa en riesgo



<https://bit.ly/2XefFU8>

Descubre los dos módulos de **FundsPeople Learning** sobre emergentes y consigue 2,5 horas de recertificación

RENDIMIENTO DEL DÓLAR Y LA RENTA VARIABLE: PAÍSES EMERGENTES VS. DESARROLLADOS



Fuente: Reuters Datastream, Santander Asset Management.

**DESDE EL PUNTO
DE VISTA DE UN
INVERSOR GLOBAL
SE DEBERÍA
ANALIZAR LA
EXPOSICIÓN A
DIVISAS COMO
LA DE CUALQUIER
OTRO ACTIVO**

de la divisa emergente y riesgo del dólar estadounidense. De hecho, muchas autoridades emergentes gestionan de forma explícita sus divisas frente al dólar. Además, si la base del inversor es otra, una inversión local emergente genera exposición a dólar y a la divisa emergente.

Respecto al análisis, aunque a la hora de estudiar el atractivo de las divisas emergentes las herramientas tradicionales (paridad de poder adquisitivo, carry, BEER, etc.) son útiles, cabe tener en cuenta que la notable asimetría negativa que han venido mostrando exige añadir otras herramientas.

OTRAS HERRAMIENTAS

Así, cabría indicar tres tipos de indicadores: económicos, de vulnerabilidad de la deuda y flujos.

Entre los económicos, destacaríamos el déficit por cuenta corriente, el déficit presupuestario, el riesgo político, el peso del comercio exterior (por ejemplo, la ratio de exportaciones más

importaciones como porcentaje del PIB), el peso de las materias primas en el comercio y las reservas de divisas como porcentaje de las importaciones.

Respecto a la deuda y la vulnerabilidad de la divisa, es importante tener en cuenta el peso de la deuda en divisa extranjera o la ratio de deuda a corto plazo entre las reservas de divisas.

Finalmente, la liquidez y los flujos de inversores son también relevantes, especialmente en el caso de países que pongan cualquier restricción al movimiento de capitales.

Obviamente, todos estos indicadores deben adaptarse a cada caso en concreto, puesto que cada región emergente tiene sus propias particularidades y riesgos.

En resumen, tener en cuenta una política de coberturas parece necesaria en cualquier inversión multiactivos. En el caso de países emergentes, esta política cobra, si cabe, un mayor protagonismo debido a los posibles riesgos de cola de este tipo de inversiones.