

Fecha 23.09.2015	Sección Revista	Página 24-27
----------------------------	---------------------------	------------------------

MERCADO DE CAPITALES

La volatilidad del peso y su impacto en las inversiones

Ante la perspectiva del escenario de alta devaluación y posible inflación, es importante que repasemos experiencias acontecidas en el mercado en momentos anteriores.

Por **José Coballasi**

Director de Ad Value Asesoría de Inversiones, S.C.



El tema del tipo de cambio ha tomado una gran relevancia no solamente en México, sino también en otros países tras el importante rally que ha tenido el dólar frente al peso y las principales divisas del mercado internacional.

A pesar de que sabemos que la apreciación del dólar es un fenómeno global y que está afectando principalmente a las divisas de economías emergentes, en México es común que las personas asocien una depreciación del peso con una crisis económica interna; para muchos mexicanos son prácticamente sinónimos. Los recuerdos de la crisis de 1982 o 1994 se hacen presentes, aunque es importante mencionar la diferencia en la situación económica y financiera actual del país.

Sin embargo, no debemos olvidar que las crisis anteriormente mencionadas procedían de fenómenos internos y la economía se encontraba en la transición de una cerrada a una abierta o de mercado, particularmente en el régimen cambiario: 1982 (fijo) y 1994 (en bandas).

Actualmente el mercado cambiario en México se rige por la fuerza de mercado (oferta/demanda), el precio de la divisa mexicana se actualiza todos los días, por lo que resulta difícil contemplar una crisis de similares magni-

tudes. Sin embargo, un panorama de alta depreciación pone presión a la tasa de inflación y esto no debe descartarse

totalmente bajo la coyuntura actual, ya que existen riesgos inimaginables, recordemos la teoría del famoso libro *The Black Swan*.

Por esta razón, el tema que nos ocupa analizar es qué sucede en el mercado de valores en condiciones de una alta volatilidad del tipo de cambio, y el de cuestionar ¿Qué tan mala o buena es la depreciación del peso en relación con el dólar?,

para así llegar a la reflexión de qué pasará con el valor de nuestro patrimonio invertido en el mercado de valores, principalmente en lo que respecta a instrumentos de renta fija y renta variable en pesos y dólares.

Antes de establecer una estrategia para diversificar nuestra cartera o salir corriendo al mercado a comprar dólares sin importar los niveles, resulta importante recordar qué sucedió con las inversiones en los mercados de capitales y de deuda en pesos y en dólares en los periodos de importantes devaluaciones, mirando especialmente su comportamiento contra la inflación.

En 1982 tuvimos una macro devaluación, el tipo de cambio se fue de \$25 pesos por dólar (ppd) a \$150 ppd en un periodo de 29 meses (septiembre 1981-febrero 1984), lo que provocó un periodo de alta inflación a la par de la devaluación. Fue algo similar lo que pasó en 1994/1995 cuando tuvimos una segunda macrodevaluación, en la que el peso se devaluó de \$3.10 a \$7.68 (enero 1994 / diciembre de 1995).

Continúa en siguiente hoja



Fecha 23.09.2015	Sección Revista	Página 24-27
----------------------------	---------------------------	------------------------

Para analizar los efectos de dichas condiciones de mercado, tomamos como base una inversión a principios de cada periodo 1983 y 1995 y calculamos por 10 años los rendimientos en los instrumentos más populares, Cetes a 28 días, CD o Certificados Bancarios en dólares y en el Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores.

Como se puede apreciar, los instrumentos de inversión denominados en pesos, en ambos casos (Cetes, IPC), tuvieron siempre rendimientos reales, es decir, superaron la inflación que ascendía a 54.8% en 1983/1992 y 14.7% en el periodo 1995/2004. Cabe destacar que la única inversión que no obtuvo rendimientos reales fue los de CD en dólares en el periodo 1983/1992, en este mismo periodo destaca el rendimiento real del IPC de la Bolsa Mexicana de Valores con 64.8% y de los Cetes con 12.7%, ¿increíble verdad?

Para el periodo 1995/2004, en donde la inflación era de 14.7% también se obtuvieron rendimientos reales de 5.9% cetes, 3.9% en el IPC de la Bolsa Mexicana de Valores y sólo 0.8% en los CD en dólares.

En conclusión, ¿qué nos dice este ejercicio? Indica que para un periodo de alta volatilidad cambiaria y altas presiones inflacionarias, como consecuencia de la primera, debemos realizar una diversificación de acuerdo con el perfil de riesgo, asignándole una parte al mercado de deuda y otra parte importante en el mercado de capitales; no debemos olvidar invertir en dólares pero teniendo presente que históricamente los rendimientos siempre son menores a los de las inversiones en moneda local. Tomando en cuenta lo anterior, podemos hacer la afirmación de que nuestro patrimonio puede mantenerse y, ¿por qué no? incrementarse si tomamos las decisiones de inversión adecuadas.

Para analizar brevemente los mercados, permítanme iniciar el análisis con el mercado de capitales. Al invertir en una emisora enlistada en la Bolsa Mexicana de Valores, estamos adquiriendo una participación en un negocio, el cual mantiene inversiones en activos físicos/tangibles (edificios, maquinarias y equipos, etc.), y que sus ingresos (ventas) pueden ajustarse a la inflación.

A su vez, en estas circunstancias

hay sectores y, por lo tanto empresas, que se encuentran mejor posicionados que otros para hacerle frente a los movimientos cambiarios.

Identificamos como los beneficiados en los periodos de alta devaluación/inflación a las empresas que generan flujos en dólares, que son compañías exportadoras, o que tienen subsidiarias en el extranjero. En el sector exportador destacamos a las empresas como Nemark que cuenta con 63% de sus ingresos en EU de los cuales 100 % está en dólares, o Rassini donde 87% de sus ventas están en Norteamérica, así como el 97% de su EBITDA. En este sentido no podemos dejar de mencionar el impulso que en parte la depreciación ha dado al fuerte crecimiento que registra el sector automotriz, particularmente en autopartes.

Entre las empresas que tienen subsidiarias en el extranjero, un ejemplo es Cemex, que registra una utilidad por movimientos cambiarios que asciende a 147% en el 1S15 vs. el mismo periodo del año anterior.

Bimbo, que cuenta con poco más de 50 % de sus ventas en EU y Canadá, registró un incremento en este mismo rubro mayor a 30% en términos de pesos, en donde 12% del crecimiento inorgánico fue aportado por adquisiciones.

Gruma incrementó su flujo en 21 % y sus ventas en 16%, beneficiado por las operaciones de **GRUMA** Corporation en EU, donde la apreciación del dólar ha fungido como un importante catalizador en la mejora de sus cifras en pesos, recordando que más de 60% de sus ventas y cerca de 50% de su EBITDA provienen de EU.

Otros de los más beneficiados son aquellos que ante el encarecimiento de los productos en el exterior, sus productos se vuelven más atractivos por precio. Este es el caso del turismo, que de acuerdo con datos de la Direc-

ción General de Aeronáutica, durante el periodo enero-junio 2015 el tráfico de pasajeros de aerolíneas mexicanas aumentó 14.6% respecto al mismo periodo del año pasado. De esta forma hemos visto mejoras considerables en el flujo de visitantes y por ende incrementos en los ingresos y las utilidades, ejemplos son las empresas controladoras de aeropuertos OMA, GAP ASUR y aerolíneas como Volaris.

Es importante tener cuidado con compañías con alto nivel de apalancamiento, cuyo costo financiero se incrementó sustancialmente por el tipo de cambio. Un ejemplo es el de ICA. De acuerdo con sus resultados al 2T15, la pérdida cambiaria durante fue de 345 millones de pesos, acumulando así una pérdida cambiaria de mil 424 millones de pesos en el 1S15. No es de sorprender el impacto de dicha cifra para una empresa que tiene más de 35% de sus pasivos totales en moneda extranjera y con vencimientos en el corto plazo. Así, el mercado la ha castigado con una caída superior a 60% en 2015.

Estamos en espera de que la inflación como consecuencia de la depreciación cambiaria (*pass-through*) comience a impactar los márgenes de compañías con alta dependencia en sus operaciones de insumos del exterior, que por la debilidad en el mercado interno no han podido incrementar sus precios para no perder la cuota de mercado. Este escenario, y por el momento, ha detenido el crecimiento de la inflación.

Con lo que respecta al mercado de deuda, es importante considerar que uno de los factores de riesgo que aún persisten, independientemente del *timing*, es una alza en las tasas de interés en EU, lo que pudiese tener impactos en toda la curva de rendimientos. Existen dudas sobre cuándo va iniciar el ciclo de alza en las tasas, qué impactos tendría en la curva y cuáles son los niveles a los que buscaría llevarlas la Fed. Sin embargo, lo que sí conocemos y no descartamos es que sucederá en los próximos 18 meses, por lo que es importante estar invertido en la parte corta de la curva, en plazos menores a los tres años. Asimismo, existen diversos papeles disponibles en el mercado que son ajustables a la inflación o ajustables a la TIE que también suelen comportarse muy bien en los periodos de alta

Continúa en siguiente hoja

Fecha 23.09.2015	Sección Revista	Página 24-27
----------------------------	---------------------------	------------------------

inflación y devaluación.

La estrategia de diversificación de divisas es valiosa en la coyuntura actual y cada vez se encuentra más cerca de nuestro alcance invertir en el mercado internacional a través del SIC, en donde se han obtenido resultados muy positivos en términos de pesos como se muestra a continuación:

Como podemos observar, por ser instrumentos denominados básicamente en dólares, sus rendimientos en pesos han sido muy atractivos, destaca el rendimiento de las tecnológicas Facebook y Apple, y el sector bancario como Citigroup y Goldman Sachs que superan el rendimiento de los índices más populares de Estados Unidos, el Dow Jones y el S&P 500.

Muy probablemente lo que resta de 2015 y el 2016, la volatilidad no dé respiro a los mercados, principalmente a las divisas, donde el peso es la octava más negociada en el mundo. Factores como el alza de tasas en EU, la desaceleración global con énfasis en China y la reducción del precio de los *commodities*, entre otros, mantienen a los mercados con un índice de alta volatilidad.

De esta manera debemos tomar en

cuenta que los movimientos cambiarios son un factor de suma relevancia, por lo que es mandatario contar con los mecanismos que puedan anticiparse o protegerse de los movimientos adversos a nuestro portafolio, entendiendo también que ante todo riesgo, también existe una oportunidad.

Estamos en espera de que la inflación, a consecuencia de la crisis cambiaria, comience a impactar los márgenes de compañías con alta dependencia de insumos del exterior.

Hay diversos papeles disponibles en el mercado ajustables a la inflación o ajustables a la TIIE que suelen comportarse muy bien en periodos de alta inflación y devaluación



Es importante tener cuidado con compañías que tienen alto nivel de apalancamiento, cuyo costo financiero se incrementó sustancialmente.

JOSÉ COBALLASI

Director de AD Value Asesoría de Inversiones, SC.



Las beneficiadas en periodos de alta devaluación/ inflación son las empresas que generan flujos en dólares, exportadoras, o con subsidiarias en el extranjero

JOSÉ COBALLASI

Director de AD Value Asesoría de Inversiones, SC.

Fecha 23.09.2015	Sección Revista	Página 24-27
----------------------------	---------------------------	------------------------

Rendimientos 1983 - 1992

	INFLACIÓN	IPC	CETES	CD USD	
1983	80.8%		263%	74%	76.4%
1984	59.2%		65%	59%	33.8%
1985	63.7%		177%	81%	86.8%
1986	105.8%		321%	133%	150.7%
1987	159.2%		124%	155%	125.6%
1988	51.7%		100%	91%	13.6%
1989	19.7%		98%	54%	15.3%
1990	29.9%		50%	40%	11.8%
1991	18.8%		128%	21%	4.4%
1992	11.9%		23%	17%	1.6%

	INFLACIÓN	IPC	CETES	CD USD	
TIR	54.8%		119.5%	67.5%	44.1%
TIR Real		64.8%		12.7%	-10.6%

Rendimientos 1995 - 2004

	INFLACIÓN	IPC	CETES	CD USD	
1995	52.0%		16.9%	61.0%	94.9%
1996	27.7%		21.0%	35.0%	2.8%
1997	15.7%		55.6%	21.0%	3.3%
1998	18.6%		-24.3%	27.0%	21.8%
1999	12.3%		80.1%	24.0%	-5.0%
2000	9.0%		-20.7%	16.3%	0.3%
2001	4.4%		12.7%	11.5%	-2.9%
2002	5.7%		-3.9%	7.3%	11.2%
2003	4.0%		43.6%	5.9%	10.4%
2004	5.2%		46.9%	6.5%	-0.5%

	INFLACIÓN	IPC	CETES	CD USD	
TIR	14.7%		18.4%	20.6%	15.5%
TIR Real		3.8%		5.9%	0.8%

Inversión en SIC

ACTIVO	PRECIO A DIC'14	PRECIO A JUL'15	RENDIMIENTO ACUMULADO 2015
Dow Jones	2,652	2,853	7%
S&P 500	3,052	3,392	11%
Nasdaq 100	1,536	1,805	17%
Eurostoxx 50	545	621	13%
Google	7,777	10,108	29%
Apple	1,647	1,955	18%
Facebook	1,164	1,517	30%
Citigroup	803	943	17%
Goldman Sachs	2,880	3,375	17%
Morgan Stanley	556	629	13%

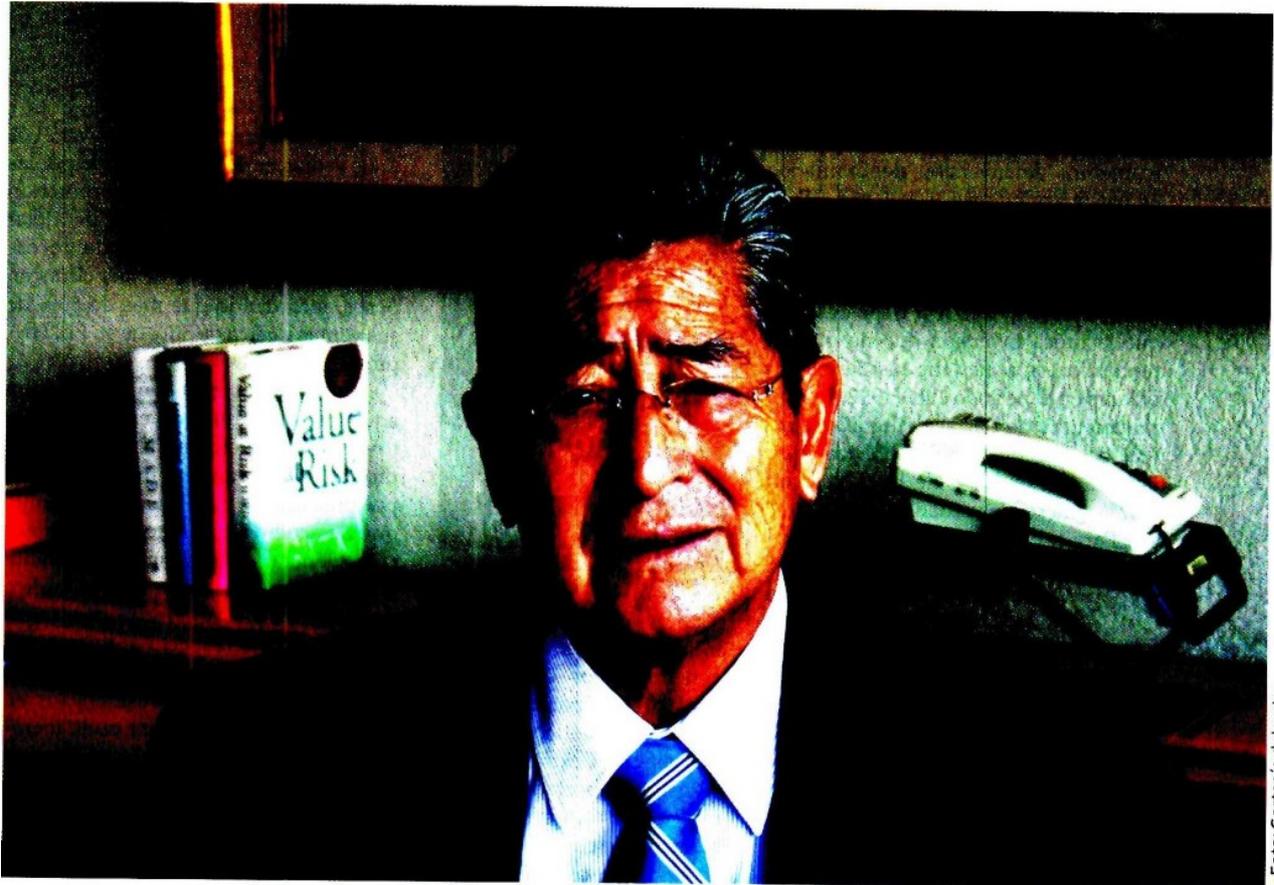


Foto: Cortesía del autor.

JP MORGAN

El peso frente al yuan

NUR CRISTIANI, ESTRATEGA de Investigación y Capitales para México de J. P. Morgan, comparte a *Ejecutivos de Finanzas*, el reporte de la gigante financiera global, el cual indica que, luego de la sorpresiva devaluación de la divisa china, los analistas de la entidad consideraron que podrá traducirse en un riesgo para las inversiones de largo plazo, dado que podrían desacelerarse las enfocadas en manufactura automotriz, si es que el fenómeno

de devaluación del yuan es recurrente, sin embargo, dejaron claro que no vislumbran mayor impacto para los mercados de capital mexicanos. En tanto, sus análisis determinan que México experimenta una elevada recuperación en la demanda doméstica, aun frente a la condicionante que supone el recorte de gasto establecido por el gobierno para el segundo semestre de este año.

JP Morgan explica que, en mayo de este año, los indicadores de confianza del consu-

midor alcanzaron su nivel más alto desde el pasado mes de noviembre. Destaca que los *retailers* afiliados a la ANTAD mostraron un incremento (respecto al año pasado) de 5%, y subraya el caso de Walmex, que lo hizo en 5.7%. Por el lado del PIB, la firma señala que los resultados confirman que el sector servicios fue el que llevó la carga más pesada tras un desalentador reporte de la producción industrial que mostró serias caídas en construcción y manufactura.