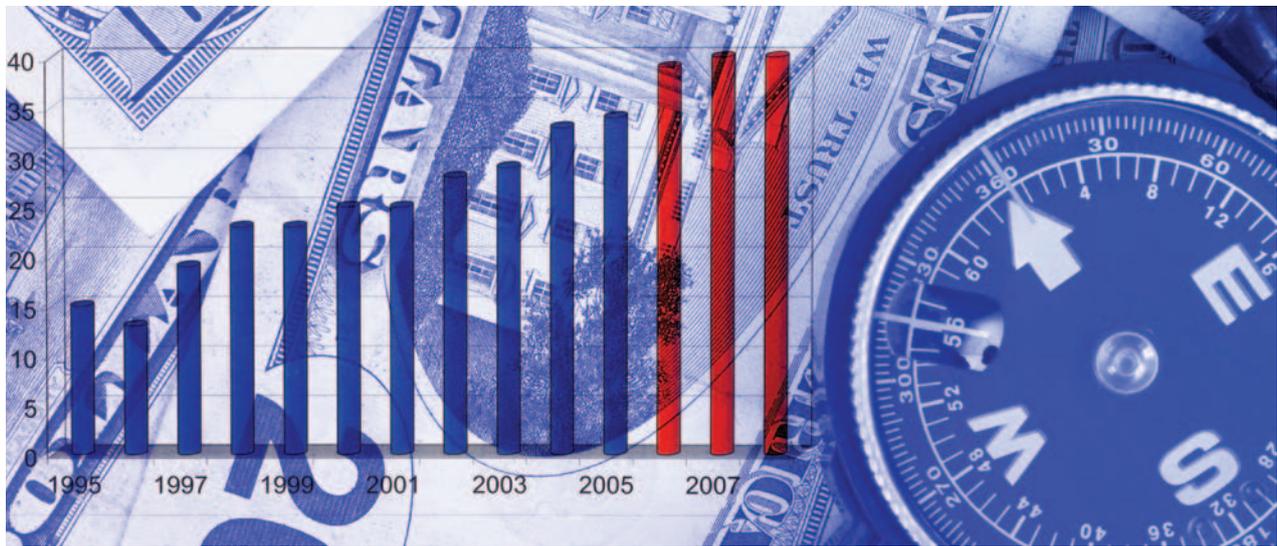


El riesgo país y la rentabilidad de inversiones en países emergentes

La inversión en países emergentes se ha convertido en una alternativa atractiva en el contexto actual en el que las positivas expectativas de crecimiento económico en estos países se contraponen a la incertidumbre asociada a la recuperación de las economías desarrolladas. En la toma de decisiones de inversión en estas economías, la correcta estimación del riesgo diferencial que se asume al invertir en un país distinto al país de origen del inversor es una variable muy importante.

Maribel Gómez Sánchez



El estallido de la crisis financiera ha provocado no sólo una caída de actividad en las economías desarrolladas, sino que ha puesto de manifiesto la solidez de las economías emergentes. Si bien es cierto que estas economías sufrieron durante 2009 los efectos de la caída del comercio internacional, que repercutió muy negativamente en sus tasas de crecimiento, su recuperación no sólo ha sido más sólida que la observada en las economías desarrolladas, sino que además se produce en un entorno con menos incertidumbre que la presente en estas últimas.

Dentro de los bloques emergentes, en cualquier caso, es preciso hacer distinciones, puesto que no todos se encuentran en la misma posición de estabilidad ni de vulne-

rabilidad económico-financiera. En orden de magnitud, la región que presenta una mayor fortaleza es Asia, seguida de Latinoamérica; Europa Central y oriental queda claramente en desventaja frente al resto de emergentes, en la medida en que presenta fuentes de vulnerabilidad muy similares a las de las economías desarrolladas, susceptibles de mermar su capacidad de crecimiento potencial.

El riesgo país forma parte del coste de capital de una inversión, incrementando la rentabilidad que el inversor debe exigir al proyecto

Centrándonos en los dos primeros casos, hay elementos que hacen de estos países destinos especialmente atractivos para la inversión. En concreto, en primer lu-

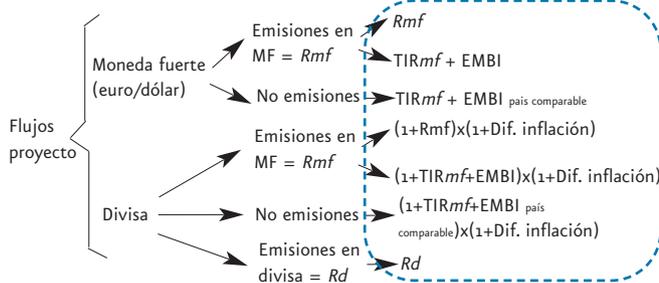
gar, la estabilidad de sus cuentas públicas, clave en la coyuntura actual, que está permitiendo a estos países captar financiación sin dificultades en los mercados mayoristas. Y, en segundo, el dinamismo de sus demandas internas tanto desde la óptica de la inversión como del consumo privado. Ambos elementos representan claras divergencias con respecto a lo observado en las economías desarrolladas, cuyo crecimiento se está viendo muy condicionado por las elevadas tasas de paro existentes y, adicionalmente, por la restricción de crédito que viene produciéndose desde 2008.

De cara a los próximos años, la salud del sistema financiero en estos países, el proceso de liberalización de los servicios públicos, el equilibrio de las cuentas públicas y la robusta demanda interna son los elementos que les sitúan como destinos atractivos para la inversión.

Sin embargo, la toma de decisiones de inversión en países emergentes debe tener en cuenta el riesgo asociado a la inversión en un entorno político, institucional y social muy diferente al de origen del inversor.

CÁLCULO DE LA RENTABILIDAD EXIGIBLE INCLUYENDO EL RIESGO PAÍS

Coste de los recursos propios $\rightarrow ke = Rf + \text{riesgo país} + \beta \times (Rm - Rf)$



Rmf = rentabilidad de las emisiones del país emergente en moneda fuerte.

Rd = rentabilidad de las emisiones del país emergente en divisa emergente.

$TIRmf$ = rentabilidad de las emisiones del país fuerte.

Fuente: elaboración propia.

En este sentido, la cuantificación del valor de un proyecto de inversión en un país emergente o la determinación de la rentabilidad exigible a estas inversiones conlleva la previa estimación del riesgo país asociado, es decir, a grandes rasgos, el riesgo que aporta al proyecto, en términos de probabilidad de impago, el hecho de estar localizado en un país distinto al del inversor.

El riesgo país es un componente de la rentabilidad que el inversor debe exigir al proyecto y, en consecuencia, forma parte del coste de capital.

El coste de capital de una inversión viene determinado por el coste de los recursos propios y el coste de la deuda. El riesgo país afecta al coste de los recursos propios (ke), que se calcula a partir de la siguiente expresión:

$$ke = Rf + \beta (Rm - Rf)$$

Donde:

Rf = rentabilidad libre de riesgo.

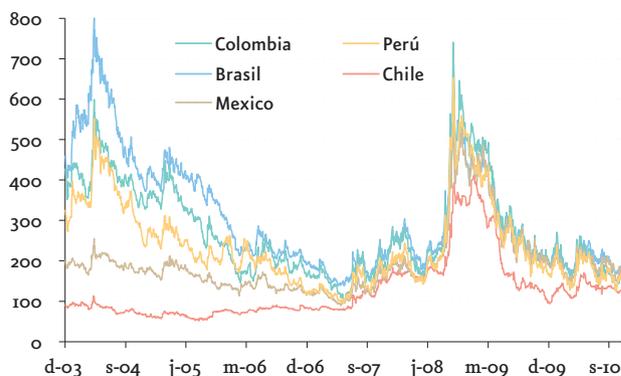
$Rm - Rf$ = prima de mercado.

La rentabilidad libre de riesgo se asocia comúnmente con la rentabilidad (TIR) de las emisiones de deuda soberana a largo plazo en Estados Unidos (ya que se consideran tradicionalmente como exentas de riesgo de impago). La ubicación de la inversión en un país con un riesgo superior deberá reflejarse incrementando este parámetro por la prima de riesgo país y, en su caso, por el riesgo de tipo de cambio.

Para la cuantificación del riesgo país existen diferentes alternativas que toman como referencia, fundamentalmente, las rentabilidades de las emisiones de deuda pública. La correcta elección de las emisiones que se van a considerar exige la previa determinación de una característica fundamental del proyecto que se esté evaluando: la moneda en la que están denominados los flujos del proyecto (asumimos que la inversión se realiza en euros por ser la moneda de origen del in-

EMBI de las principales economías latinoamericanas

(dic. 2007-oct. 2010)



Fuente: JPMorgan.

versor).

En función de este dato, se definen los siguientes escenarios:

- Flujos del proyecto en «moneda fuerte» (euro/dólar):
 - Si el país emite deuda pública en moneda fuerte, la rentabilidad exigible a la inversión vendrá determinada por la TIR de estas emisiones. La diferencia entre la rentabilidad de estas emisiones y la rentabilidad de las emisiones de los bonos estadounidenses con el mismo vencimiento indica la prima por riesgo país.
 - Si no existen emisiones de deuda pública en moneda fuerte, será necesario acudir a referencias de países con la misma calificación crediticia que el país de destino de la inversión.
- Flujos del proyecto en la moneda local del país de ubicación de la inversión:

a) Si el país tiene emisiones en su divisa, la rentabilidad exigible se estimará a partir de la TIR de estas emisiones. Estas rentabilidades incluirán ya tanto el riesgo país como los riesgos de tipo de cambio e inflación.

b) Si no hubiera emisiones en moneda local pero sí en dólares, la rentabilidad se puede determinar tomando como referencia la TIR de estas emisiones, pero aplicando la siguiente fórmula para incorporar el riesgo de tipo de cambio:

$$(1 + Rd) \times (1 + \text{Dif. inflación})$$

Donde:

Rd = TIR de las emisiones de deuda pública del país emergente en moneda emergente.

Dif. inflación = diferencial de inflación entre el país de destino de la inversión y EEUU.

c) Si no existen emisiones que se puedan tomar como

representatividad de las referencias de deuda pública utilizadas en el cálculo.

El gráfico «EMBI de las principales economías latinoamericanas» muestra la evolución del EMBI de las principales economías latinoamericanas, lo que indica la prima de riesgo que un inversor debería exigir a las inversiones en estos países por encima de la que exigiría a una inversión en EEUU.

El riesgo país se estima generalmente comparando la rentabilidad de la deuda pública de un país con la de EEUU

A pesar de que en dicho gráfico se observa que, a finales de 2008, el EMBI de estos países se disparó, este hecho no se debió a causas intrínsecas a dichas economías, sino a la importante caída de rentabilidad de los bonos del Tesoro estadounidense, que se erigieron como refugio para los inversores tras el estallido de la crisis financiera. El hecho de que el EMBI represente, por de-



[Stockphoto/Thinkstock]

referencia, se recurrirá a las de países con similar calificación crediticia

La observación de la rentabilidad de estas emisiones puede ser complicada, entre otros, por los siguientes motivos:

- Es necesario que existan emisiones con vencimiento a largo plazo.
- En ocasiones, la representatividad de las emisiones en mercado es limitada, fundamentalmente por motivos de liquidez o de distorsiones en la oferta/demanda

En este sentido, existe un indicador de riesgo país comúnmente utilizado en el análisis de inversiones en países emergentes que evita la problemática de selección de las emisiones de referencia: se trata del EMBI (*emerging market bond index*). EMBI es un indicador de riesgo país que publica periódicamente JPMorgan y que mide el diferencial, en puntos básicos, de los retornos financieros de la deuda pública emitida en dólares en el país emergente respecto de la estadounidense. En su elaboración, JPMorgan sigue unos criterios de selección de emisiones en función del plazo y la liquidez, fundamentalmente, que pretenden garantizar la re-

finición, la diferencia entre la rentabilidad exigida a los bonos de los países emergentes y la rentabilidad de los bonos estadounidenses hace que este indicador muestre un incremento desmesurado en esos meses. Sin embargo, ello no implica un incremento del riesgo total atribuido a dichas economías, entendido como la suma de la TIR del bono estadounidense y el EMBI de un determinado país, que se mantuvo más estable.

La tendencia observada en el gráfico es que, en los últimos años, se ha producido una reducción paulatina del EMBI de los principales países emergentes de Latinoamérica, a excepción de Chile, cuyos valores están distorsionados a causa de la intensa demanda de instrumentos de inversión locales de los fondos de pensiones, que tienen limitado el patrimonio que pueden invertir en títulos emitidos fuera de Chile, lo que explica rentabilidades anormalmente bajas en las emisiones locales.

En consecuencia, actualmente, el riesgo que los inversores atribuyen a las economías latinoamericanas se sitúa en niveles reducidos en comparación con los datos históricos, hecho que resulta coherente con el contexto y las previsiones económicas planteadas al comienzo de este artículo ::