



AFFINIUM

Disciplina + Humildad + Rigor ⇒ Verdad

El impacto de divisa no € en el retorno total de una cartera o fondo - Un activo extra

16 de diciembre de 2021

A todas las mentes curiosas...

Cuando un inversor con su patrimonio en euros quiere invertir en un índice denominado en una divisa distinta del euro, se enfrenta al hecho de que en realidad va a invertir en dos activos a la vez.

Por un lado, le va a afectar los cambios en el precio del índice deseado. Y por otro, los cambios en la moneda en la que está denominado dicho índice. Esto es así porque para poder comprar dicho índice hay que cambiar los euros a la moneda denominada, y dicha moneda también cambia con respecto al euro.

Para ilustrar esto con un sencillo ejemplo, imaginemos un inversor que quiere invertir en el índice S&P-500. Dicho índice está denominado en USD.

Hay muchas maneras de conseguir exposición a dicho índice, pero para simplificar el ejemplo de cara a un inversor español, vamos a elegir un ETF que se comercializa en Europa, el cual cotiza en EUR en una bolsa europea como Xetra Fráncfort.

Es importante aclarar que el hecho de que un ETF o fondo cotice en EUR en una bolsa no significa que no tenga exposición a divisa no-EUR: Simplemente facilita la operativa, porque no tenemos que convertir previamente nuestros EUR a la divisa en la que está denominado el índice o ETF antes de comprarlo, sino que la misma empresa que comercializa el ETF cambiará nuestros EUR a la divisa de denominación del índice que el ETF intenta replicar.

En resumen, el ETF del S&P 500 aunque cotiza en Xetra Fráncfort en EUR tiene exposición a divisa USD porque la divisa de denominación del índice es USD. Dicho de otra manera, en nuestra cartera tenemos una exposición y balance de USD y por lo tanto tenemos otro activo en la cartera.

- Índice S&P-500: con exposición a divisa USD
- Vanguard S&P 500 UCITS ETF Acc € - VUAA: con exposición a divisa USD

	2021
Índice S&P 500 Retorno Total en USD <small>Source S&P Dow Jones Indices</small>	21,74%
ETF Vanguard S&P 500 UCITS ETF Acc - VUAA en EUR <small>Source Bloomberg</small>	35.05%
Diferencia (por el impacto del USD frente al EUR)	+13.31%

Como se puede ver, aunque se trata de “la misma cartera o cartera similar” -invertir en el índice S&P 500- **la variación en el retorno entre las dos maneras de invertir puede llegar a dar retornos muy diferentes en un mismo año o en un mismo mes.** En 2021 la diferencia es positiva +13,31%, pero en otro año puede ser negativa. Tener o no exposición a divisa puede dar lugar a cambios enormes en el retorno total del fondo, los cuales no tienen por qué coincidir con la cartera en la que se quería invertir a priori. Por ello a la exposición a divisa se le llama también **riesgo divisa.**

Si hacemos el mismo ejercicio tomando el índice MSCI World en USD y el mismo índice en EUR, el resultado es exactamente el mismo que en el ejemplo anterior, dado que el índice MSCI World en ambos casos siempre está denominado en la misma divisa, USD:

	2021
Índice MSCI World Retorno Total Neto en USD <small>Source MSCI</small>	16,82%
Índice MSCI World Retorno Total Neto en EUR <small>Source MSCI</small>	26.99%
Diferencia (por el impacto del USD frente al EUR)	+10.17%

En otras palabras, al invertir en índices denominados en USD -sean ETFs o Fondos- tener o no tener exposición a su divisa implica en la práctica que dicho producto **incorpora o no un “activo extra” en su cartera.** Por lo tanto, en caso de tener exposición a una divisa diferente al EUR, veríamos un impacto en nuestro fondo o cartera, asociado al tipo de cambio de la divisa en la que esta denominado el índice -en el ejemplo del índice S&P 500 denominado en USD.

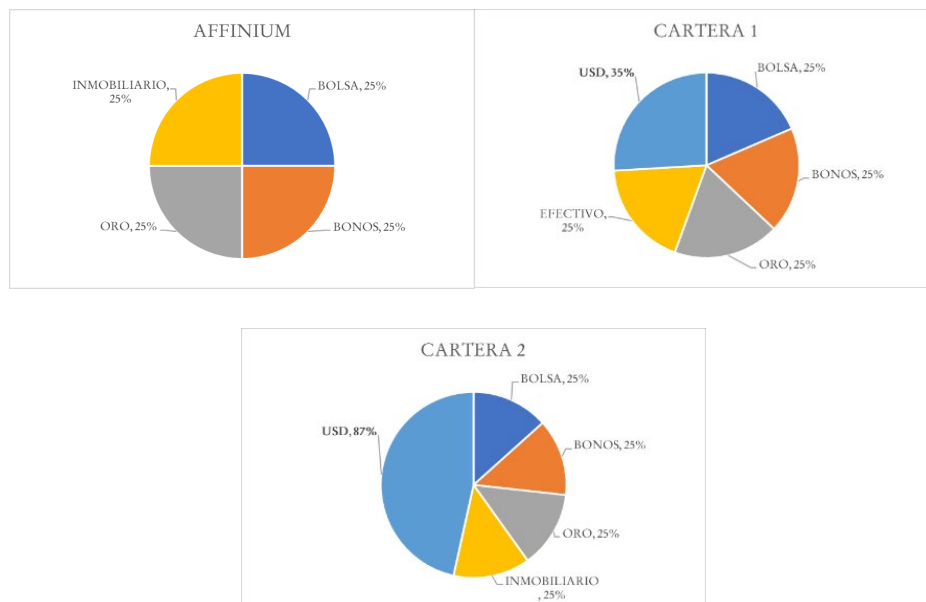
Carteras ‘similares’ a Affinium, pero con exposición a divisa

El ejemplo del índice S&P-500 es un caso muy simple de un único índice con exposición del 100% al USD. Para ver cómo afecta el hecho de tener o no exposición a divisa vamos a ver tres ejemplos (de 2021, hasta el 30 de noviembre) de carteras similares con porcentajes de exposición a USD diferentes. **Para ello, supongamos los retornos de dos carteras ficticias con exposición de divisa**, comparándolas con **Affinium si tuviera exposición a divisa** (cosa que no ocurre en la realidad, pues recordemos que el fondo Affinium tiene exposición a divisa insignificante, aunque invierte 92% en índices denominados en USD):

- **Cartera 1**, con una exposición a USD en torno al **35%**.
- **Cartera 2**, con una exposición a USD en torno al **87%**.

En una **primera comparativa** sobre el hecho de tener exposición a divisa USD en la cartera –que en realidad es un activo extra- la cual se puede apreciar mejor visualmente con unos gráficos típicos de la asignación de activos *-Asset Allocation-* de Affinium y las dos Carteras 1 & 2 aquí:

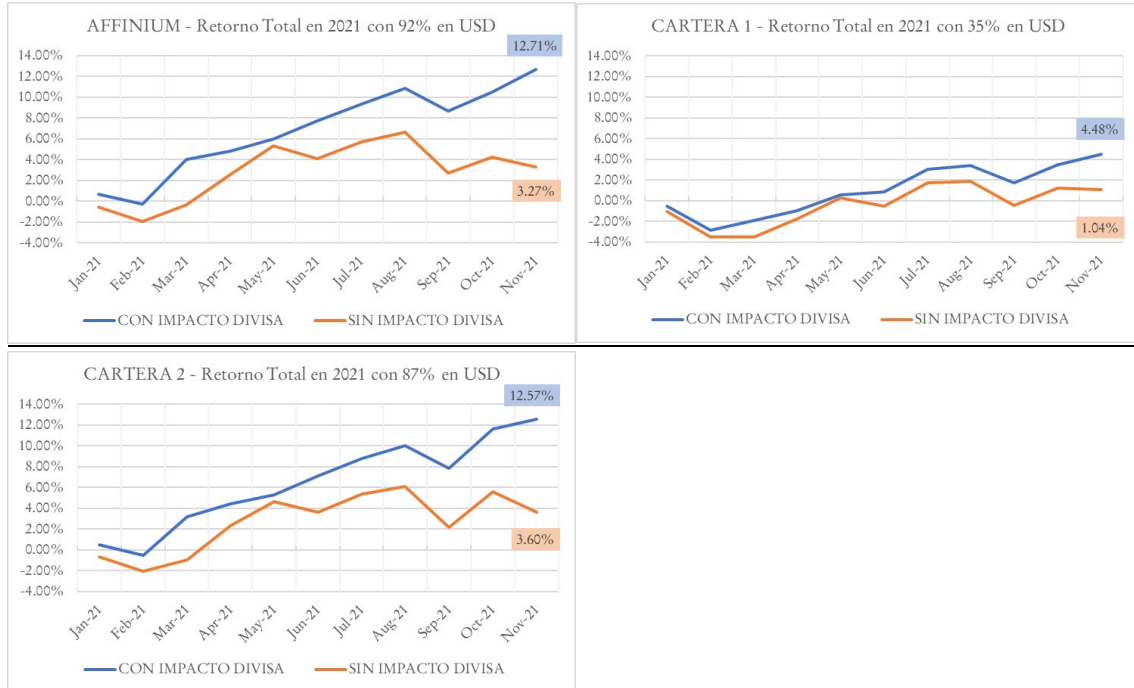
Figura 1



La **segunda comparativa**, sobre el hecho de tener exposición a divisa USD en la cartera, se puede apreciar bien mirando la **evolución de una cartera con exposición a divisa USD**

versus la evolución de la misma cartera, pero sin exposición a divisa USD. Aquí para Affinium, Cartera 1 y Cartera 2:

Figura 2



Si Affinium hubiera tenido exposición a divisa USD hubiera obtenido un retorno total de 12,71% en 2021 hasta 30 de noviembre. ¿Por qué no tiene exposición a divisa USD, aunque invierte un 92% en índices denominados en USD? Debido al hecho de que utilizamos derivados. Esto implica que no tenemos que cambiar los euros que nuestros clientes han aportado al fondo o a las cuentas para obtener el retorno total de cada índice en el que invierte la cartera. Por lo tanto, no tenemos el impacto que genera la divisa en el retorno total de la cartera, ni tenemos exposición o balances de divisa que cubrir.

Obsérvese que el “activo extra” que se genera debido a la exposición a divisa USD en la Cartera 1 supone el 77% del retorno obtenido en este año 2021, muy alejado del retorno en 2021 para este tipo de cartera sin impacto de divisa USD.

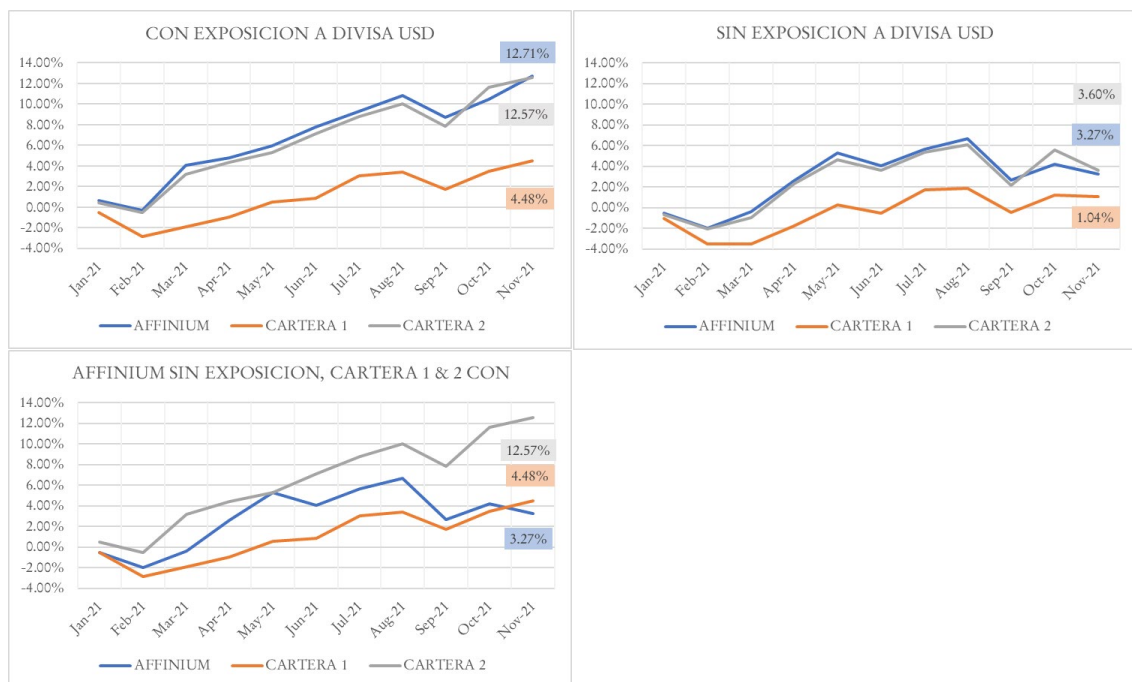
Además, obsérvese que el “activo extra” que se genera debido a la exposición a divisa USD en la Cartera 2 supone el 71% del retorno obtenido en este año 2021, muy alejado del retorno en 2021 para este tipo de cartera sin impacto de divisa USD.

Al igual que con el ejemplo sencillo del índice S&P 500, en estos tres ejemplos se observa cómo la mayor o menor exposición a divisa **actúa como un activo más en la cartera** con mayor o menor impacto en el retorno total del fondo o cartera.

Con estos ejemplos se hace evidente que **todo producto de inversión debe dejar muy claro al partícipe si tiene o no exposición a divisa. Y en el caso de tenerla, cuál es su nivel de exposición y si cubre la exposición o no.** Sólo con dicha información un inversor puede comparar correctamente el fondo con otros fondos similares y tomar una decisión consciente y plena de si le interesa o no dicho producto a la hora de invertir. Queremos insistir de nuevo en que no pretendemos juzgar si es conveniente o no tener exposición a divisa, que es otro debate. Sino la necesidad de que el inversor sea consciente de si el fondo en el que invierte tiene riesgo divisa o no. Como hemos visto, las diferencias pueden ser enormes sólo por este factor durante un año o mes.

Comparar manzanas con manzanas

Acabamos de ver que tener o no exposición a divisa en activos no denominados en EUR puede llegar a convertirse en uno de los factores más importantes y origen de grandes diferencias entre índices o carteras similares durante un mes o año. Para seguir, vamos a comparar Affinium con las hipotéticas Carteras 1 y 2 vistas anteriormente, en los casos de tener exposición o no a divisa: Figura 3



Son muchos los factores que influyen en los retornos de una cartera, por lo que a menudo es difícil evaluar o comparar opciones de inversión que podrían resultar similares a primera vista. Es por ello importante **identificar cuáles pueden ser los principales factores que generan las principales diferencias entre distintas opciones de inversión similares.**

Evitar la exposición a divisa

Affinium ofrece al partícipe exclusivamente el retorno total de los índices en los que invierte, sin el “activo extra” de la divisa, porque no tiene exposición o riesgo divisa.

Invertir globalmente y no tener exposición a divisa se puede conseguir de varias formas, algunas más costosas que otras.

La solución ideal es obtener exclusivamente el retorno total de los índices en los que se invierte sin la necesidad de cambiar de EUR a USD. Esto es precisamente lo que hacemos en Affinium, utilizamos instrumentos financieros que nos dan exclusivamente y casi exactamente el retorno total individual de cada índice sin apenas influencia de la divisa. Estos instrumentos financieros se llaman derivados. Por ejemplo, un contrato de futuros negociado en el Chicago Mercantil Exchange (CME) como el E-mini S&P 500 para marzo de 2022 (Código: ESH2):

<https://www.cmegroup.com/markets/equities/sp/e-mini-sandp500.html>

Para un inversor con euros ¿Cómo permite este instrumento conseguir el retorno total de dicho índice –SP 500 en USD- sin cambiar sus EUR a USD? Como explica la propia web del CME, para invertir aproximadamente €1.000.000 en el índice S&P 500, necesitaría depositar solo el 5% de ese importe total en USD, aproximadamente \$56.000. Por lo tanto dicho inversor no necesita cambiar todos sus EUR a USD, solo un pequeño porcentaje, para obtener casi exactamente el retorno total del índice S&P 500 en USD y, en consecuencia, dicho inversor casi no tiene exposición a divisa USD, pues sólo los \$56.000 de garantías están expuestos al tipo de cambio del USD frente al EUR. Esos \$56.000 son insignificantes en relación con el patrimonio total de €1.000.000, por lo tanto, el retorno total no se verá afectado significativamente por el cambio en el valor del USD frente al EUR. Esto es exactamente lo que hace Affinium para conseguir exposición a los diferentes índices en los que invierte.

Conclusiones

El inversor debe pues verificar e informarse de manera independiente, a la hora de comparar o contratar cualquier fondo que invierta en índices denominados en divisas diferentes al euro, si está invirtiendo con o sin riesgo divisa. Por lo tanto tendrá o no retornos de la divisa independientemente y separados de la rentabilidad de los índices o cartera.

En Affinium ofrecemos una implementación que humildemente creemos es la ideal porque no implica un exposición y riesgo divisa significativo. Creemos que incluir exposición y riesgo divisa desvirtúa totalmente el sentido de invertir en cualquier índice no denominado en EUR, así como cualquier cartera con índices no denominados en EUR. No tener impacto de divisa implica ofrecer la rentabilidad de una cartera de índices sin desviación como consecuencia de cualquier exposición a divisa.

Como asesores del fondo Affinium tenemos una responsabilidad fiduciaria con los partícipes. Esto es, el objetivo del fondo Affinium es ofrecer al partícipe la rentabilidad de la cartera propuesta públicamente. Esto implica al menos dos cosas:

- En primer lugar, el fondo debe buscar conseguir el retorno total de los índices en cartera.
- En segundo lugar, nuestro deber es no incluir otros activos extra que no están ni pertenecen a la cartera ofrecida. En especial la exposición a divisa -sea de manera implícita o explícita- que como hemos visto puede desvirtuar totalmente los retornos de la cartera.

Nuestro objetivo con este memo no es debatir si es más correcto o incorrecto tener exposición a divisa. Tener exposición o no a divisa debe ser una decisión deliberada y explícita por parte del inversor o gestor, por las razones que sean. Nuestro objetivo es subrayar el hecho de que **en muchos productos la exposición a divisa puede llegar a convertirse en el principal factor que determina en ciertos periodos de tiempo su retorno, independientemente de los índices o la cartera en su conjunto.**

Cada inversor ha de ser consciente de lo que compara o compra y de sus implicaciones. Affinium busca ofrecer el retorno total exclusivamente de la cartera de índices propuesta, que no incluye como activo extra la exposición a divisa.

En resumen:

- Tener exposición a divisa implica en la práctica el equivalente a incluir un “activo extra” en la cartera.
- Dicho “activo extra” puede llegar a anular e incluso revertir el retorno de la propia cartera de inversión, convirtiéndose en la principal fuente de pérdidas o beneficios en la cartera en un mes o año.
- Es decir, una cartera con exposición a divisa puede ofrecer retornos que no tienen absolutamente nada que ver con el *Asset Allocation* deseado, planificado y comunicado al partícipe.
- En nuestra opinión, la exposición a divisa no tiene lugar en una cartera, por lo que el objetivo del fondo Affinium es ofrecer una implementación eficiente de la cartera de índices propuesta sin exposición y riesgo divisa.
- El inversor debe ser consciente de si el producto con que compara o en el que invierte tiene o no exposición a divisa a la hora de evaluar su retorno, por lo que tiene que estudiar dicho punto antes de seleccionar su comparativa o inversión.
- Gracias a la implementación vía derivados que realiza Affinium, el fondo no tiene impacto/riesgo divisa, evitando ese “activo extra” que puede añadir o restar rentabilidad a la cartera. Así pues, se evitan sorpresas en el retorno total que se obtiene de los índices y de la cartera en su conjunto, alejado de lo comunicado al partícipe.

Anexo 1:

¿Como verificar si un fondo tiene exposición a divisa o no y en qué %?

Un inversor debería acudir al último informe trimestral o semestral del fondo en la web de la CNMV para identificar cada posición del fondo:

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual	
		Valor de mercado	%
IE00B3XXRP09 - FONDOS VANGUARD S&P 500 UCI	EUR	1.215	9,21
IE00B4X9L533 - FONDOS HSBC MSCI WORLD UCIT	EUR	922	9,05

La “Divisa” que señala la CNMV es la divisa en cual cotiza –“*Trading Currency*”- la posición en cartera, pero no tiene que ser la misma divisa que el índice esta denominada. Además, debe tomar nota del % del peso de la posición en el fondo. En el caso reproducido arriba el ETF Vanguard S&P 500 UCI tiene un peso de 9,21% en la cartera total del fondo. Sumando todos los pesos de cada posición un inversor llegará a la exposición porcentual total de divisa en el fondo para ser capaz de computar la rentabilidad extra o menor del fondo por impacto de divisa.

Con el ISIN “IE00B3XXRP09” o “IE00B4X9L533”, el inversor debería buscar en Google la web de la empresa gestora del ETF y la documentación del ETF para identificar la divisa base -“*Base Currency*”- del ETF que debe coincidir con la divisa que el índice del ETF está denominada:

Factsheet | 31 October 2021

Vanguard S&P 500 UCITS ETF

(USD) Distributing - An exchange-traded fund

Inception date: 22 May 2012

Total assets (million) \$37,256 | Share class assets (million) \$32,935 as at 31 October 2021

Key ETF facts	Exchange ticker	SEDOL	Reuters	Bloomberg	Bloomberg iNav	Valoren
London Stock Exchange						
GBP	VUSA	B7NLLS3	VUSA.L	VUSA LN	IVUSAGBP	—
USD	VUSD	B7NLJN4	VUSD.L	VUSD LN	IVUSDUSD	—
SIX Swiss Exchange						
CHF	VUSA	B93QQN2	VUSA.S	VUSA SW	IVUSACHF	18575508
NYSE Euronext						
EUR	VUSA	B99L0D9	VUSA.AS	VUSA NA	IVUSA	—
Deutsche Börse						
EUR	VUSA	BVCTLF3	VUSA.DE	VUSA GY	IVUSA	—
Borsa Italiana S.p.A.						
EUR	VUSA	BGSF246	VUSA.MI	VUSA IM	IVUSA	—



Base currency	Tax reporting	SRRI†	Index ticker	Investment structure	Domicile
USD	UK Reporting	5	SPTR500N	UCITS	Ireland
Legal entity	Investment method	ISIN	Dividends	Dividend schedule	Investment manager
Vanguard Funds plc	Physical	IE00B3XXRP09	Distributed	Quarterly	Vanguard Global Advisers, LLC U.S. Equity Index Team

Ongoing Charges Figure† 0.07%
