

CARTA TRIMESTRAL

Zúrich, 30 Noviembre 2015

Nº10

En este número

- Perspectivas Económicas (pág. 1)
- Volatilidad ≠ Riesgo (pág. 3)
- Portafolios de Renta Fija (pág. 6)
- Anuncios (pág. 7)

Perspectivas Económicas

A pesar de que la economía estadounidense da señales de fortaleza, el panorama de la economía mundial presenta aún varios signos de incertidumbre. El modesto crecimiento económico global está siendo determinado por la debilidad de las economías de los mercados emergentes. El Fondo Monetario Internacional (FMI) en su reporte de octubre redujo las proyecciones de crecimiento del producto interno bruto (PIB) mundial para el 2015 del 3.3% al 3.1%, un nivel que es 0.3% menor al registrado en 2014. Igualmente, para el 2016 el FMI ajustó a la baja su proyección de crecimiento de 3.8% a 3.6%.

Estas previsiones pueden explicarse por el proceso de transformación que está viviendo el modelo económico chino, la debilidad de los mercados emergentes, así como el impacto que tendrá la normalización de la política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) en los mercados financieros.

En este artículo analizaremos el ambiente macroeconómico actual desde la óptica de las perspectivas regionales.

Perspectivas regionales

Para la economía estadounidense se sigue proyectando una evolución positiva, aunque en 2015 el crecimiento ha resultado más débil de lo esperado. En comparación con las proyecciones de abril, el FMI redujo su estimación del crecimiento real de 3.1% para 2015 y 2016 a 2.6% para 2015 y a 2.8% para 2016. Esta menor cifra de crecimiento anual se atribuye a la desaceleración de la actividad económica en el primer trimestre del 2015, así como a una disminución de la inversión privada, sobre todo en el sector petrolero. Con una tasa de crecimiento de 3%, el consumo sigue siendo el motor de la actividad económica. El ingreso disponible de los hogares se ha visto fortalecido por el mejoramiento de las condiciones en el mercado laboral, por un leve repunte de los salarios nominales y por el mejor desempeño del mercado inmobiliario. En este contexto la reducción en la tasa de desempleo, la cual fue de 5.1% en agosto, y el bajo nivel del precio del petróleo siguen jugando un papel importante para incentivar el consumo. Sin embargo, la reducción de la tasa de desempleo solo ha repercutido en un leve aumento de los salarios nominales. Hasta el momento se observa una débil relación entre salarios y tasa de desempleo y por consiguiente pocas presiones inflacionarias. A pesar de que la Fed no incrementó la tasa de interés en septiembre, el sentimiento de los mercados es que la recuperación de la economía estadounidense es lo suficientemente robusta como para soportar un aumento gradual de la tasa de referencia (ver Carta Trimestral anterior). No obstante, el ritmo de la política monetaria de la Fed dependerá de la evolución de la tasa de inflación, la cual

continúa por debajo de su objetivo, del comportamiento de la tasa de cambio y de factores externos como por ejemplo el comportamiento de la economía china. En el largo plazo el FMI sigue proyectando para la economía estadounidense un crecimiento potencial de solo 2%, debido al envejecimiento de la población, la debilidad en la innovación y el tenue crecimiento de la productividad.

A su vez, la economía de la zona del euro muestra una tendencia positiva y un poco menos fragmentada. La reactivación de la demanda agregada en las economías de la periferia, como la italiana, la irlandesa y la española, han venido impulsando el crecimiento económico. El FMI estima para la zona euro una tasa de crecimiento de 1.5% para 2015 y 1.6% para 2016. La modesta mejoría de la actividad económica es soportada por el estímulo de corto plazo que ha generado el bajo precio del petróleo y por los efectos positivos derivados de la política monetaria, por ejemplo, la relajación en la concesión de crédito y el mejoramiento de las condiciones financieras. En términos de la política monetaria se espera que el Banco Central Europeo (BCE) continúe con el programa de flexibilización cuantitativa (QE) y que muy posiblemente baje su tasa de depósitos en 0.10%, alcanzando un nivel negativo de -0.30%. Aunque la economía alemana ha tenido un crecimiento menor de lo esperado en 2015, el FMI prevé que el crecimiento se estaría estabilizando a un nivel del 1.5% y 1.6% en 2015 y 2016 respectivamente. La economía francesa muestra señales de reactivación. El FMI estima una tasa de crecimiento de 1.2% en 2015 y de 1.5% en 2016. La economía italiana estaría viendo el fruto de las reformas estructurales emprendidas, recuperando el sendero de crecimiento positivo a una tasa de 0.8% en 2015 y 1.3% en 2016. La economía española marcará el acento positivo en 2015 con un crecimiento esperado de 3.1%.

Para la economía japonesa, el FMI proyecta un leve crecimiento de 0.6% en 2015 y de 1.0% en 2016, datos revisados a la baja con respecto a su informe de abril. No obstante, la actividad económica sigue favorecida por factores como la política monetaria y fiscal expansiva, el debilitamiento del yen, las mejores valoraciones en los activos de renta variable, así como los bajos precios del petróleo y las materias primas.

La economía del Reino Unido crecería al 2.5% en 2015 y 2.2% en 2016. El desempeño positivo del mercado laboral y el repunte de los salarios nominales han contribuido positivamente. La tasa de desempleo ha llegado a un nivel de 5.5%, aproximadamente el nivel promedio de antes de la crisis. Para el 2016 los mercados esperan que el Banco Central de Inglaterra, al igual que la Fed, inicie un proceso de incremento gradual de la tasa de interés de referencia. En el largo plazo el crecimiento potencial continuará dependiendo de la capacidad de mejora en la productividad y en gran parte de la permanencia del Reino Unido en la Unión Europea.

La desaceleración de la economía China sigue su marcha. El FMI proyecta un crecimiento de 6.8% en 2015 y 6.3% en 2016. El pulso de la actividad económica estará marcado por el proceso de transformación de su modelo de crecimiento (ver Carta Trimestral anterior). Este proceso de realineamiento implica tasas de crecimiento menores y una corrección de los excesos que ha venido experimentado como en el mercado de bienes raíces, en el crédito y en la inversión. A pesar de todo, el FMI espera que las reformas estructurales que se han venido implementando, acompañadas de la caída del precio del petróleo y las materias primas tengan un efecto compensatorio y por lo tanto suavicen la desaceleración. Así mismo, el estímulo que genera la política monetaria expansiva tendrá un efecto amortiguador.

En general el panorama de los mercados emergentes no es muy alentador y se prevé que el proceso de desaceleración continúe por quinto año consecutivo. Sin embargo, el comportamiento de estas economías y su vulnerabilidad a *shocks* externos como la desaceleración de la economía china o el esperado aumento de las tasas de interés en los Estados Unidos no es homogéneo. Estas economías se podrían dividir en tres grupos. El primer grupo, en el cual se encontrarían Brasil y Turquía, presenta un déficit en cuenta corriente, está propenso a presiones inflacionarias y sus monedas han sufrido una fuerte devaluación. Adicionalmente, el sector corporativo tiene un alto nivel de endeudamiento externo que los hace susceptibles a efectos negativos derivados de la salida de capitales producto de una subida de tasas por parte de la Fed y del posible fortalecimiento del dólar.

El segundo grupo en el cual se encontraría China, presenta un superávit en cuenta corriente y elevadas reservas internacionales, así como finanzas públicas saludables. Aunque con niveles de endeudamiento privado alto y exceso de capacidad en el aparato productivo.

El tercer grupo en el cual podríamos asignar a India, muestra un bajo nivel de endeudamiento del sector privado y altas tasas de crecimiento económico, el FMI estima que la economía de la India crecerá a una tasa de 7.3% en 2016.

En un ambiente macroeconómico con dinámicas heterogéneas, combinadas con un aumento de la volatilidad en los mercados financieros es importante que el inversionista se mantenga vigilante y siga una estrategia de inversión diversificada.

Volatilidad ≠ Riesgo

Cuando se habla de inversiones es común utilizar los términos volatilidad y riesgo de forma indiferenciada. Sin embargo, es importante entender la diferencia.

Según la Real Academia Española (RAE), riesgo es la contingencia o proximidad de un daño. Siendo contingencia la posibilidad de que algo suceda o no suceda. Entonces riesgo es la posibilidad o proximidad que algo malo suceda.

Algo malo en inversiones suele ser visualizado como perder el capital invertido, lo cual luciría así:



Perder parte o la totalidad del capital invertido, sin posibilidad de recuperarlo, tiene que ver entonces con la posibilidad que el emisor entre en bancarrota haciendo que sus accionistas y acreedores se vean forzados a dar por perdidos sus acreencias. Obviamente, entender bien a los emisores en los cuales se invierte y darles seguimiento ayuda a mitigar este riesgo.

Sin embargo, existe otra forma bastante común de perder una parte del capital invertido, a pesar de haber sido invertido en buenos emisores, sin posibilidad de recuperarlo, y que no tiene nada que ver con bancarrotas o malos desempeños financieros. Esta forma tiene que ver con la necesidad de liquidar una inversión en un momento cuyo precio de mercado se encuentra por debajo del costo de adquisición.

¿Por qué una inversión bajaría de precio si no es porque el emisor se está deteriorando? Por muchas razones.

Para empezar, los ciclos económicos son bastante conocidos y de acuerdo a la fase del ciclo los emisores podrían estar reportando mejores o peores resultados. A manera de ejemplo, ¿es Shell una peor compañía porque los precios del petróleo bajaron? No, es la

misma compañía, con el mismo potencial, pero operando en una fase del ciclo que no le es favorable. Quien desee invertir en el mercado energético debe soportar los vaivenes del ciclo de precios de la energía.

Una segunda razón por la que una inversión podría bajar de precio, sin que por ello el emisor se esté deteriorando al punto de poner su supervivencia a riesgo, son las crisis. Una crisis, del tipo que sea: catástrofes naturales, guerras, etc. podría no tener mayor efecto sobre un emisor pero el valor podría disminuir mientras el mercado reconoce quiénes fueron los afectados y quiénes no. A esto se le llama contagio.

Una tercera razón son las crisis de los mercados, en la jerga, ajustes o mercados bajistas (en inglés, “bear markets”). Tengamos en cuenta que un ajuste de mercado no es más que un desbalance temporal entre oferta y demanda, usualmente iniciado por algún evento que hace dudar a los inversionistas. La caída repentina del pasado Agosto-Septiembre puede ser un buen ejemplo. El S&P 500 perdió 200 puntos (cerca de 10%) en pocos días. El detonante aparente fueron noticias acerca de la caída en la actividad económica en China. Ahora bien, ¿tiene sentido que las 500 empresas más grandes de los EEUU perdieran en promedio 10% del valor en cuestión de días por una desaceleración en China? Obviamente no, muchas de esas 500 empresas no negocian con China, ni con los socios comerciales de China. Al final supimos incluso que la desaceleración en China no era tan grave. Este es también un ejemplo de contagio.

Sin ánimo de ser muy exhaustivos, pondremos un último ejemplo reciente: al momento de conocerse el escándalo de los niveles reales de emisiones contaminantes de algunos motores diesel de Volkswagen, la acción de BMW tuvo una caída de 12% (!) Al cabo de unos días el mercado se dio cuenta que, si bien ambas empresas alemanas pertenecen al

sector automotriz, los problemas de una no tenían por qué repercutir en la otra.

Vistos estos ejemplos puede ser buen momento para definir volatilidad, en su acepción económica la RAE nos dice: inestabilidad de los precios en los mercados financieros.

Detengámonos un momento: inestabilidad se refiere a fluctuaciones (tanto para abajo ☹ como para arriba ☺).

A corto plazo, como ya hemos visto, las fluctuaciones de precios no indican necesariamente variaciones de los valores intrínsecos.

Los argumentos anteriores nos llevan a enunciar lo siguiente: incluso las buenas inversiones están sujetas a fluctuaciones de precio, en mayor o menor grado. El inversionista debe saberlo y estar preparado para ello. Unos de los mejores antídotos ante la posibilidad de tener/querer vender en el peor momento son: a) estar mentalmente preparados, no claudicar y esperar que rebote el precio; o b) separar los portafolios por horizonte temporal o necesidades de liquidez. Los portafolios con horizontes temporales cortos o que deben servir de fuentes de liquidez suelen invertirse en activos poco volátiles (bonos a corto plazo). Los portafolios de mayor plazo y que no serán utilizados como fuentes de liquidez (o cuya liquidez temporal se puede obtener mediante un préstamo Lombardo) suelen invertirse en activos un poco más volátiles, siempre y cuando éstos ofrezcan un mayor rendimiento esperado.

Hagamos un breve paréntesis a nuestra discusión sobre volatilidad para echar atrás y definir otros tipos de riesgos, menos obvios, pero no por ello menos importantes: i) perder poder de compra o ii) perder la oportunidad de hacer crecer el patrimonio.

Algunas personas con potencial para ser inversionistas le temen tanto al riesgo de

pérdida de patrimonio que prefieren permanecer invertidos en efectivo. Si bien nunca van a perder capital en una inversión, van a perder poder de compra porque el rendimiento del efectivo rara vez ha superado el nivel de inflación, es decir, la pérdida va ocurriendo poco a poco y de forma sutil. Por otro lado, quedarse en efectivo implica perder la posibilidad de hacer crecer el capital aprovechando una de las mayores virtudes del sistema capitalista.

El sistema capitalista ha tenido la virtud de crear mercados cada vez más grandes y las empresas exitosas han visto aumentar sus utilidades. El éxito de las empresas en un sistema capitalista está dado por la propia definición del mismo (nos disculpamos por la tautología). Lo anterior no quiere decir que todas las empresas en un sistema capitalista van a ser exitosas o que las empresas exitosas lo van a ser *in saecula saeculorum*. Hay que tratar de escoger bien y renovar las inversiones de vez en cuando.

Hemos tocado tantos conceptos que vale la pena hacer un resumen:

1. Nos debe preocupar el riesgo de perder el capital invertido, pero también nos deben preocupar los riesgos de perder poder de compra u oportunidades;
2. Se pierde capital ante una bancarrota pero también por tener la necesidad de liquidar una inversión luego de una fluctuación de precio;
3. La volatilidad de precios no tiene necesariamente que ver con fluctuaciones en el valor intrínseco; es común que los precios se contagien de eventos que pudieran no afectarlos;
4. El sistema capitalista ha dado suficientes evidencias que es capaz de operar a través de recesiones, guerras y catástrofes; regenerándose y

permitiendo que las empresas exitosas crezcan sus beneficios.

En conclusión:

Nunca sabremos con total certidumbre cuáles empresas van a ser exitosas (riesgo), especialmente entre las nuevas o menos conocidas. Adicionalmente, la fluctuación de precio (volatilidad) de un emisor no tiene que ser igual que la de otro y, de hecho, algunos emisores se benefician de ciertos eventos mientras que otros se perjudican: por ambas razones debemos diversificar y rebalancear nuestros portafolios.

Nos debe interesar mantener tan solo el efectivo que sea estrictamente necesario porque el sistema capitalista es capaz de regenerarse, superar dificultades y generar valor sobre plazos largos: por ello debemos mantener siempre un nivel adecuado de exposición a los mercados.

Ciertos eventos ocasionan ajustes fuertes que, una vez racionalizados, suelen ser revertidos de forma muy rápida. Perder esas recuperaciones repercuten sobre el desempeño: por ello no debemos asustarnos ni vender inmediatamente después de un ajuste, sino que debemos esperar un poco y reevaluar nuestros portafolios ante nuestros horizontes de inversión y necesidades de liquidez.

La volatilidad es algo intrínseco a los mercados, que debemos aceptar y aprender a vivir con ella. No existe inversión en mercados de capitales sin volatilidad de precios. La volatilidad no es necesariamente mala, pensemos que cada vez que un activo bueno cae de precio es una oportunidad de comprar algo que nos gusta a precios de descuento.

El riesgo es algo que también debemos aceptar pero que debemos hacer el mayor esfuerzo por tratar de minimizar, analizando bien las opciones de inversión, los precios que pagamos al comprar y, en cualquier caso,

diversificando para que las malas inversiones que no podamos evitar no nos afecten tanto.

Cada persona debe tener portafolios de inversiones que se adapten a su situación y necesidades. Por esta razón es muy importante tener conversaciones relevantes y de calidad con su Gerente de Relación. Su asesor puede orientarle acerca de la mejor manera de estructurar sus inversiones, tanto dentro como fuera de MBS.

Portafolios de Renta Fija (PRF)

Acabamos de lanzar los nuevos Portafolios de Renta Fija (PRF) bajo nuestros servicios de manejo discrecional de portafolios. Los PRF buscan liberar al inversionista de la tarea de confeccionar una cartera de bonos con una estructura escalonada de vencimientos que contenga bonos de alta calidad y una apropiada diversificación.

Los PRF son carteras compuestas de 10 a 12 bonos corporativos individuales de alta calidad crediticia (grado de inversión) con una estructura escalonada de vencimientos que buscan generar ingresos periódicos. El proceso de selección de los títulos se basa en:

- Un análisis fundamental de los emisores utilizados;
- Criterios de diversificación sectorial, disponibilidad, liquidez, valoración y rentabilidad de las emisiones;
- Una metodología de análisis de crédito propia que nos permite calificar empresas que operan en diferentes geografías y sectores económicos;

Los bonos que componen nuestros PRF son monitoreados por nuestros gerentes de portafolio y sustituidos en el evento de no cumplir con nuestros parámetros de elegibilidad crediticia. Igualmente, nos encargamos de la reinversión de cupones, vencimientos o nuevos fondos disponibles, así como del rebalanceo y el monitoreo de la cartera.

En la actualidad ofrecemos dos tipos de PRF con diferentes estructuras de vencimiento. El PRF 2-5 distribuye los fondos en forma pareja en bonos que vencen dentro de un plazo de 2 a 5 años y el PRF 5-10 en bonos que vencen dentro de un plazo de 5 a 10 años.

Los PRF representan un activo núcleo tanto para inversionistas prudentes como para inversionistas más agresivos.

Para saber más sobre nuestros Portafolios de Renta Fija (PRF) y evaluar su conveniencia, le sugerimos conversar con su Gerente de Relación.

Conozca a su Cliente

- Durante los últimos quince años las leyes anti-lavado de dinero y combate contra el terrorismo han sido fortalecidas en muchos países.
- Hoy en día los bancos tienen un rol activo en el monitoreo de las actividades financieras, incluyendo la obligación de conocer muy bien a sus clientes y de poder explicar la razonabilidad de las transacciones.
- El conocimiento del cliente empieza por la identificación certera de los beneficiarios económicos de los activos financieros.
- El siguiente paso consiste en poder establecer un perfil del cliente que indique tanto el nivel de riesgo de sus actividades económicas como el tamaño y comportamiento esperado de las cuentas.
- En algunos casos es necesario poder documentar con soportes las respuestas del cliente.
- El banco tiene el derecho y la obligación de reportar a las autoridades aquellas actividades que considere sospechosas y no puedan ser aclaradas en un lapso razonable de tiempo.
- Su colaboración en estos procesos es muy importante.

Anuncios

- Acabamos de lanzar nuestros **Portafolios de Renta Fija (PRF)**, una opción súper conveniente para mejorar el rendimiento de sus colocaciones de baja volatilidad y bajo riesgo. Sugerimos ver el artículo en este número y preguntar a su asesor.
- ¡Visítenos en invierno! Suiza es uno de los lugares de vacaciones y centro de deportes invernales más famosos del mundo, se encuentra en el centro de Europa y es fácil de llegar en avión, tren o carro.
- Desde el pasado 25 de Octubre nuestra diferencia horaria con Venezuela es +5 horas y 30 minutos.
- Nuestro horario de atención:

Lunes a jueves hasta las 7:30 pm
Viernes hasta las 6:30 pm
Horas del Centro de Europa

Mercantil Bank (Schweiz) AG
Kasernenstrasse 1, 3er piso
8004 Zürich, Suiza

T: +0800 134 1143 (Gratis Vzla.)
T: +41 43 344 4555 (Central)
F: +41 43 334 4550

www.mercantilbanksuiza.com

Avisos Legales

La información presentada es de carácter general y no constituye una oferta, solicitud, o recomendación personalizada para adquirir o disponer de alguna inversión, o para iniciar alguna transacción.

Esta publicación no está dirigida a ninguna persona que se encuentre en una jurisdicción donde por cualquier causa su publicación esté prohibida.

Usted acuerda que no publicará, difundirá, retransmitirá, reproducirá, o explotará comercialmente, el contenido de esta publicación. Sin embargo, usted podrá descargar e imprimir copias físicas para su uso personal.

La información contenida en esta publicación ha sido obtenida por Mercantil Bank (Schweiz) AG ("MBS") a partir de fuentes consideradas confiables. Si bien MBS ha tomado precauciones razonables para asegurarse de que la información es precisa en el momento de su publicación, MBS no garantiza la exactitud, fiabilidad e integridad de dicha información, la cual está sujeta a cambios sin previo aviso.

Al utilizar dicha información, usted libera y exonera a MBS de cualquier responsabilidad por pérdidas, daños y perjuicios, directos o indirectos, que puedan resultar de tal uso. La información suministrada en esta publicación no debe considerarse, por consiguiente, como una referencia única para las decisiones de inversión u otras que vaya a tomar. Por favor, consulte a su Gerente de Relación antes de tomar cualquier decisión sobre sus inversiones.