

CARTA TRIMESTRAL

Zúrich, 10 de Mayo 2017

N°14

En este número

- Perspectivas Económicas (pág. 1)
- Valoración de Acciones (pág. 6)
- Productos: Inversión asesorada (pág. 10)
- Anuncios (pág. 11)

Perspectivas Económicas

Los mercados siguen esperando un giro de la política económica, especialmente en los Estados Unidos, para lo que queda del 2017. Las expectativas están siendo dominadas por proyecciones de una política fiscal más activa acompañada de un proceso desregulador y una política comercial con matices proteccionistas, mientras que en términos de la política monetaria se estima una continuación del proceso de repliegue. Sin embargo, existe cierta incertidumbre acerca de su ritmo y aún mayores dudas con respecto a la implementación de la nueva política fiscal y de las repercusiones que esta tendrá en el crecimiento económico.

En lo referente a la actividad económica global el panorama es alentador. El Fondo Monetario Internacional (FMI) en su reporte de abril ajustó al alza las proyecciones de crecimiento mundial para el 2017 del 3,4% al 3,5%. Mientras que para el 2018 mantuvo su proyección en 3,6%. Igualmente, se estima que se producirá una mayor sincronización en las tasas de crecimiento de las economías avanzadas y de los mercados emergentes. Las perspectivas de crecimiento para China, Brasil y Rusia son más alentadoras. En Estado Unidos las variables macroeconómicas siguen mostrando un fortalecimiento de la actividad

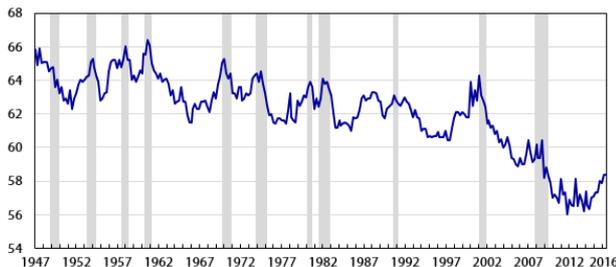
económica, mientras que en la zona del euro se observa una mejora de éstas condiciones. No obstante, persisten tres factores que podrían perturbar el desempeño de la economía global.

- Primero, un aumento de los riesgos políticos derivados de un posible resurgimiento de políticas nacionalistas y proteccionistas.
- Segundo, una agudización de los problemas estructurales como el bajo crecimiento de la productividad (ver Carta Trimestral 12), la acentuada desigualdad del ingreso y la reducción de la tasa de crecimiento potencial.
- Tercero, un incremento de los desbalances macroeconómicos y de las vulnerabilidades financieras en las economías de mercados emergentes a raíz de los menores ingresos por las exportaciones de las materias primas y de los altos niveles de endeudamiento.

En Estados Unidos la nueva administración muestra tendencias proteccionistas, la zona del euro se ve agobiada por riesgos políticos e institucionales y la economía china presenta altos niveles de endeudamiento interno. A su vez, problemas estructurales en las economías avanzadas, como el bajo crecimiento de la productividad y la desigualdad en la distribución del ingreso, podrían marcar negativamente el ambiente macroeconómico y político. El FMI en su reporte de abril señala que un bajo repunte de los salarios, los cuales han venido creciendo a una tasa similar a la de la productividad, ha llevado a una menor participación del trabajo en el ingreso nacional de muchas economías avanzadas. Esta

situación ha contribuido a alimentar sentimientos nacionalistas que han impulsado movimientos políticos con un cierto discurso populista. Ver gráfico 1¹.

(Gráfico 1) Participación del trabajo en el ingreso nacional de Estados Unidos. Las líneas verticales indican recesiones. Porcentaje.



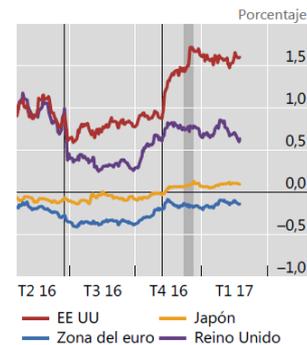
Según el FMI este comportamiento puede ser atribuido en gran parte al cambio tecnológico y al mayor grado de integración del comercio internacional. Sin embargo, hace hincapié en la importancia que a su vez han tenido estos factores en el crecimiento económico a mediano y largo plazo, al igual que en la modernización de las economías de mercados emergentes y en desarrollo.

En el ámbito de la política económica, se siguen observando **divergencias en la política monetaria global**. Esto se hace evidente cuando se analiza el nivel actual de las tasas de referencia de los bancos centrales de las principales economías avanzadas, así como cuando se contemplan sus niveles objetivos. Ver gráfico 2².

¹ Bureau of Labor Statistics, February 2017

² Bank for International Settlement, Quarterly Review 2017

(Gráfico 2) Tasa de interés a plazo para diciembre de 2018. Las líneas verticales indican: Referéndum sobre el Brexit y elecciones presidenciales en Estados Unidos.



Hagamos una corta reseña de estas tendencias.

La Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) sigue con un proceso de repliegue de su política y como era de esperarse en su reunión del 15 de marzo, anunció una subida de 0,25% de su tasa de referencia, situándola en el rango entre 0,75% y 1%. La decisión fue sustentada por la fortaleza del mercado laboral y el repunte de la tasa de inflación. Los analistas siguen previendo dos incrementos más de 0,25% cada uno para 2017. A pesar de que este proceso se da por descontado, el ritmo al que se llevará a cabo sigue siendo una incógnita. Esta incertidumbre se puede ilustrar haciendo un breve recuento histórico de las decisiones de la Fed en los años más recientes. Para el 2015 el mercado proyectaba una subida de 1% en la tasa de referencia. Sin embargo, la Fed incrementó la tasa de interés en solo 0,25%, argumentando sus decisiones en los efectos negativos derivados de los bajos precios del petróleo y del fortalecimiento del dólar. Para el 2016 el consenso de los analistas apuntaba a cuatro subidas de tasa, cada una de 0,25%. Al final del año solo se realizó un aumento de 0,25%. En esta ocasión el ritmo estuvo apaciguado por la debilidad de las economías emergentes, principalmente por la desaceleración de la economía china y sus repercusiones en la economía global.

En las minutas de su reunión de marzo de este año, la Fed presentó una estimación de su

tasa de interés objetivo a 2019, situándola a niveles del 3%.

Entre tanto, el **Banco Central Europeo (BCE)** en su última reunión del 27 de abril decidió mantener sin cambios los tipos de interés. La tasa de interés aplicable a la facilidad de depósitos se mantuvo en un nivel negativo de -0,40%. A su vez, el BCE reafirmó que su programa de flexibilización cuantitativa (QE), mediante el cual se ejecutan compras mensuales de activos hasta por 60 mil millones de euros, continuará vigente hasta finales de diciembre del 2017.

Así mismo, el **Banco Central de Japón** en su reunión del 27 de abril mantuvo inalterada su tasa de interés objetivo al nivel negativo de -0,1% al tiempo que confirmó su objetivo de mantener los rendimientos de la deuda pública de 10 años en el territorio del 0%. Igualmente, anunció que continuará expandiendo su balance a un ritmo de 80 billones de yenes anuales.

Por su parte, en marzo, el **Banco de Inglaterra** sostuvo su tasa objetivo en 0,25%. Mientras que anunció la continuación de su programa de flexibilización cuantitativa de compra de bonos corporativos por 10 mil millones de libras esterlinas. Debido a la incertidumbre en cuanto al futuro de las relaciones políticas y económicas con la Unión Europea, el mercado descarta un escenario de tasas de interés al alza.

Igualmente, en su última reunión el **Banco Central Suizo**, decidió mantener sin ningún cambio su política monetaria expansiva. Dejando su tasa de referencia en el nivel negativo de -0,75%.

En China se endurecieron las condiciones de acceso a la liquidez. El **Banco Popular de China** decidió elevar en 0,10% los tipos de interés de las facilidades de préstamos a 7, 14 y 28 días hasta un nivel del 2,45%, 2,6% y del 2,75%, respectivamente. Estas medidas

pretenden frenar el aumento excesivo del crédito y evitar riesgos financieros.

Mercados Financieros

En lo transcurrido del 2017 las cotizaciones en el **mercado de renta variable** se han visto favorecidas por un panorama más alentador en términos de las variables macroeconómicas. Ver gráfico 3³.

(Gráfico 3) Cotizaciones bursátiles. Las líneas verticales indican: Referéndum sobre el Brexit y elecciones presidenciales en Estados Unidos.



En un entorno de leve crecimiento económico y abundante liquidez, las decisiones de política monetaria han venido jugando un papel protagónico en el desempeño de los rendimientos de los activos financieros, experimentando periodos generales de aumento o disminución de la demanda por riesgos similares. Con el repliegue de la política monetaria en Estados Unidos, esta condición pareciera estar cambiando. El Banco de Pagos Internacionales (BPI), más conocido como el banco de los bancos centrales, en su reporte de marzo muestra una disminución de las correlaciones entre las rentabilidades de los activos. Ver gráfico 4⁴.

³ Bank for International Settlement, Quarterly review 2017

⁴ Bank for International Settlement, Quarterly Review 2017

(Gráfico 4) Interrupción de las elevadas correlaciones. Las líneas verticales indican: 17 de julio 2007 (anuncio de bancarrota de Bear Stearns) y 8 de noviembre 2016 (elecciones en Estados Unidos).



El mercado de renta fija a nivel global se ha recuperado después de la caída registrada en noviembre del 2016. Anuncios por parte de la nueva administración estadounidense en términos de una política fiscal expansiva, llevaron a un aumento de las expectativas de inflación y por consiguiente a un incremento de las tasas de largo plazo, así como a una ampliación de la prima por plazo en dólares (el diferencial entre los rendimientos de corto y largo plazo). En el transcurso del 2017 este comportamiento se ha revertido. Se observa una estabilización de las expectativas de inflación y una contracción de los rendimientos de largo plazo. Ver gráfico 5⁵.

(Gráfico 5) Rendimiento del bono del tesoro americano a 10 años menos la tasa de interés de fondos federales. Porcentaje.



Perspectivas Regionales

Aunque de manera moderada, persiste un proceso gradual de consolidación de la

recuperación de la actividad económica global. Destacan la renovada fortaleza del mercado laboral americano y las señales de mejoramiento de la zona del euro. Mientras tanto, la estabilización de los precios de las materias primas en niveles superiores a los bajos de finales de 2015 y comienzos de 2016 ha permitido cierta recuperación de las economías de los mercados emergentes.

Analicemos ahora el ambiente macroeconómico mundial desde el ángulo de las perspectivas regionales.

La recuperación de la economía estadounidense se ha consolidado dando señales de encontrarse en un ciclo expansivo. En comparación con las proyecciones de octubre, el FMI aumentó en abril su estimación del crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) real de 2,2% a 2,3% para el 2017 y de 2,1% a 2,5% para el 2018. El ajuste al alza en las proyecciones se atribuye a la recuperación de los inventarios y la fortaleza del consumo, el cual sigue siendo impulsado por las condiciones favorables en el mercado laboral y financiero. La tasa de desempleo sigue una tendencia decreciente, situándose en 4,5% en marzo. Así mismo, expectativas de una política fiscal expansiva con aumentos de la inversión pública en infraestructura, acompañada de reducciones en los impuestos, estarían mejorando la confianza de las empresas y de los hogares. Según el FMI el resultado de la expansión fiscal en la tasa de crecimiento dependerá de que tan productiva sea la expansión fiscal. Ver gráfico 6⁶: Su eficacia estará determinada por los siguientes factores.

- Primero, el potencial y la calidad de las obras de infraestructura que sean asignadas.
- Segundo, que los alivios tributarios se traduzcan en un aumento del consumo

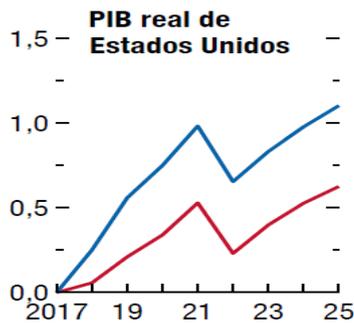
⁵ Federal Reserve Bank of St. Louis

⁶ FMI World Economic Outlook (WEO), April 2017

de los hogares y en inversiones productivas.

- Tercero, los mecanismos a implementar para estabilizar el nivel de deuda pública.

(Gráfico 6) Incremento del PIB real de Estados Unidos. Porcentaje. La línea azul representa un estímulo fiscal muy productivo y la línea roja uno menos productivo.



Sin embargo, el bajo crecimiento de la productividad, la cual ha bajado a una tasa anualizada de 0,6% en el primer trimestre, unido a factores demográficos estructurales como el envejecimiento de la población siguen siendo determinantes fundamentales de las menores proyecciones en términos del crecimiento potencial. El FMI estima un crecimiento potencial de largo plazo de apenas 1,8% para la economía norteamericana.

La recuperación económica en la zona euro es cada vez más homogénea entre los países y observable en varios sectores económicos. El FMI estima para la zona euro una tasa de crecimiento de 1,7% para el 2017 y de 1,6% para el 2018. El fortalecimiento de la demanda interna, el incremento de la inversión, el mejoramiento de las condiciones financieras y los efectos positivos de la política monetaria acomodaticia han venido soportando el crecimiento. Igualmente, se observa un mejoramiento de las condiciones en el mercado laboral. No obstante, un aumento de la incertidumbre política podría perturbar el proceso de recuperación. Para la economía alemana se proyecta un buen comportamiento en 2017 gracias al buen desempeño del sector exportador y de la demanda interna. El FMI

estima que la economía alemana estará creciendo a una tasa del 1,6% en 2017, mientras que para el 2018 proyecta una tasa de crecimiento más moderada de 1,5%. Para la economía francesa el FMI redujo su predicción de crecimiento en 0,1% para el 2017, respecto al estimado de octubre, previendo un crecimiento del 1,4% el 2017, mientras que para el 2018 se espera una tasa de crecimiento más elevada del 1,6%. La elección de Emmanuel Macron como nuevo presidente de Francia reduce el grado de incertidumbre que se venía experimentando en el ámbito político. La economía italiana sigue agobiada por los problemas de capitalización que experimenta el sector financiero y se proyecta una tímida tasa de crecimiento de 0,8% en 2017. En España la continuidad de las reformas económicas estaría favoreciendo el ambiente económico. El FMI proyecta que la economía española siga su buen comportamiento en 2017 con un crecimiento esperado de 2,6%, mientras que se estaría moderando en el 2018, creciendo por encima del promedio europeo a una tasa de 2,1%.

El desenvolvimiento económico del Reino Unido seguirá afectado por la incertidumbre respecto al futuro de las nuevas relaciones políticas y económicas con la Unión Europea. La administración de la primera ministra Theresa May ha llamado a nuevas elecciones parlamentarias, con lo cual busca consolidar una mayoría que le permita fortalecer su poder de negociación frente a la Unión Europea. Un ingrediente más para alimentar la incertidumbre que sigue repercutiendo en un ambiente poco propicio para la toma de decisiones de inversión y contratación de las empresas, así como teniendo efectos negativos en el consumo debido al debilitamiento de la libra. El FMI estima un crecimiento económico de 2% en 2017 y de 1,5% en 2018.

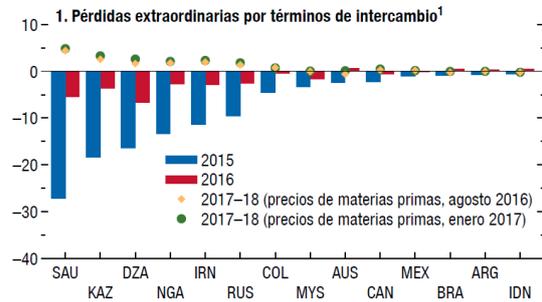
Las proyecciones **para la economía japonesa** son positivas en lo concerniente a la actividad económica. El impetuoso desempeño de las

exportaciones explica el mejoramiento en las previsiones económicas. El FMI ajustó al alza su estimado de crecimiento de 0,6% al 1,2% para 2017. Las estimaciones acerca de la tasa de inflación apuntan a que las medidas de política monetaria estarían logrando su objetivo de llevar la tasa de inflación al 2% a mediano plazo. Sin embargo, el crecimiento económico proyectado de largo plazo, después de un repliegue de la política económica expansiva, se estaría estabilizando en línea con el más bajo potencial de crecimiento determinado por cambios demográficos estructurales, como el envejecimiento de la población.

La economía china prosigue con un proceso de realineamiento de su modelo de crecimiento. Se espera que los impactos negativos en la tasa de crecimiento que implica el proceso de transformación continúen siendo contrarrestados por el efecto amortiguador derivado de las políticas económicas direccionadas al aumento de la inversión pública y por una dinámica del yuan favorable para las exportaciones. El FMI proyecta un crecimiento de 6,6% en 2017 y 6,2% en 2018.

Como lo hemos venido señalando en esta Carta Trimestral y en ediciones anteriores, las condiciones económicas de los mercados emergentes y en desarrollo han continuado mejorando gradualmente. El FMI prevé una tasa de crecimiento de 4,5% y 4,8% para el 2017 y el 2018, respectivamente. La estabilización en los precios de las materias primas ha solventado en parte el deterioro de los términos de intercambio sufrido después del desplome de los precios. En el año en curso se observa una mejora en el flujo de ingresos, una recuperación de los tipos de cambio y una reducción de las presiones inflacionarias. Ver gráfico 7⁷.

(Gráfico 7) Pérdidas extraordinarias por términos de intercambio. Porcentaje del PIB.



En términos generales, persiste un ambiente macroeconómico principalmente determinado por las decisiones de política monetaria y fiscal que se tomen en las principales economías. Aumentos más rápidos de lo esperado en la tasa de interés en Estados Unidos podrían tener impactos importantes sobre la valoración de los activos financieros globales. Teniendo en cuenta un crecimiento económico global moderado y que no se espera un crecimiento extraordinario de las utilidades de las empresas, un repliegue monetario más rápido de lo esperado y un incremento de los riesgos políticos debido a políticas aislacionistas podría causar una corrección en el precio de las acciones, sobre todo en mercados con valoraciones altas como el americano. Por lo tanto, y como lo hemos venido repitiendo en esta Carta Trimestral, es importante que el inversionista mantenga una estrategia de inversión diversificada.

El proceso de valoración de las acciones

Recientemente se ha hablado mucho de la valoración del mercado accionario global. Muchos inversionistas se preguntan si las acciones de empresas norteamericanas están caras con respecto a sus precios históricos. ¿Qué opinión hay de las acciones de empresas europeas?, ¿tienen niveles de valoración atractivos?, ¿qué indicadores utilizan los analistas para determinar la valoración de la acción de una empresa?

⁷ FMI World Economic Outlook (WEO), April 2017

Antes de entrar en esta discusión debemos comprender el proceso teórico de valoración de la acción de una empresa y como se compara este valor con la percepción actual del mercado sobre la cotización del precio de la acción.

¿Cuánto vale la acción de una empresa?

Un supuesto fundamental en el proceso de valoración de las acciones con cotización pública es que el precio de mercado podría variar con respecto al valor intrínseco o teórico de la acción. El valor intrínseco representa el valor real de un activo desde la percepción de un inversionista particular, el cual generalmente es obtenido a través de un modelo de valoración determinado. El proceso de valoración presupone los siguientes aspectos:

- El conocimiento del negocio de la empresa.
- Las proyecciones del desempeño futuro de la empresa.
- La selección del modelo de valoración apropiado.

En los modelos de valoración de acciones la primera variable que debemos obtener es el resultado neto de la empresa a ser valorada. Las compañías producen bienes y servicios, lo cual origina las ventas. Luego como es lógico también incurren en costos y gastos que al restarlos de las ventas produce el resultado operativo. Después de hacer ciertos ajustes como por ejemplo las amortizaciones y de hacer deducciones como el pago de impuestos, llegamos al resultado neto de la empresa. Tanto los ingresos como los egresos son afectados por factores externos e internos.

El factor externo más importante a seguir es el desempeño de la economía en general; el indicador más relevante es el Producto Interno Bruto (PIB). El desempeño de la mayoría de las empresas tiene una relación directa con el comportamiento de la economía en general,

así como con el comportamiento del sector económico en el cual se opera. Si la coyuntura económica es robusta y el sector económico en el que se opera se encuentra en una fase de crecimiento sostenido, entonces es de esperarse que las empresas ligadas a este sector produjeran más bienes y servicios, aumentaran sus ventas y sus márgenes y por ende obtuvieran un mejor resultado neto. Otro factor externo importante es el desempeño de la inflación, a medida que la inflación se mantiene dentro del rango promedio y en relación con el ritmo de crecimiento de la economía, los costos de las empresas serían manejables. Igualmente, las estructuras de mercado de la industria en la que se opera y el posicionamiento de la empresa dentro de la industria son factores determinantes.

Por otro lado, existen factores internos de cada empresa que afecta el resultado neto y que influyen en el desempeño de una compañía. Por ejemplo, los procesos de producción, la estrategia de mercadeo, el manejo racional y eficiente de sus costos, la gestión del financiamiento (deuda, acciones) y el manejo corporativo y gerencial, entre otros.

Los modelos de valoración más conocidos son:

- El modelo de valor presente o modelo de flujos de caja descontados, conocido en inglés como *Discounted Cash Flow Model* (DCF).
- El modelo de valor relativo o de múltiplos.

El modelo de flujos de caja descontados

Este se basa en el principio teórico que supone que el valor de un activo tiene que estar relacionado con los beneficios o rendimientos que se esperan recibir durante el periodo en el que se posee el mismo. Estos rendimientos los denominamos flujos de caja futuros⁸.

⁸ Los flujos de caja más comúnmente utilizados dentro del modelo son: los dividendos, flujo de caja libre e ingreso residual.

Para determinar el valor intrínseco de la acción de una empresa debemos proyectar su desempeño futuro basado en las premisas económicas actuales y futuras (crecimiento de las ventas, inflación, tasas de interés, etc.), así como en su estructura corporativa (modelo de negocios, ventas, estructura de capital, financiamiento, etc.). Al incorporar estas variables, procedemos a obtener el flujo de caja.

Bajo el supuesto de una tasa de crecimiento, que puede variar dentro del periodo, proyectamos el flujo de caja futuro esperado dentro de un primer periodo determinado, por ejemplo 5 años. Adicionalmente y asumiendo para un periodo posterior (segundo periodo) un flujo de caja perpetuo, basado en el supuesto de una tasa de crecimiento constante, estimamos el valor terminal. Estos dos flujos de caja futuros esperados son traídos a valor presente dividiéndolos entre la tasa de retorno (tasa de interés) requerida para la inversión. Uno de los factores más sensibles para la valoración de la acción de una empresa es la tasa de interés a utilizar para el descuento de dichos flujos, a mayor tasa menor será el valor presente y por ende menor el valor intrínseco de la acción. La tasa de interés utilizada esta ligada al flujo de caja escogido, pero en términos generales ésta depende de la tasa de interés pagada por los activos sin riesgo (por ejemplo, bonos del tesoro americano) más una prima de riesgo inherente a la inversión a realizar; en otros casos esta relacionada a su vez con la estructura de capital utilizada para financiar la inversión. Al final dividimos este valor presente resultante entre el número de acciones emitidas y obtenemos el precio teórico de la acción.

El Modelo de valor relativo o de múltiplos

Este modelo compara el valor estimado de un activo contra el de otro. El principio teórico que rige el modelo es que activos similares deberían ser vendidos a precios similares. En términos de la valoración de las acciones el

modelo compara las valoraciones estimadas de empresas del mismo sector o los estimados históricos con los actuales para determinar el valor relativo de la acción. La valoración relativa es implementada a través de múltiplos (relación entre el precio de mercado y una variable fundamental).

El múltiplo más utilizado es la relación precio por acción / ganancia por acción, conocida en inglés como **Price to Earnings Ratio (P/E)**. Este múltiplo es el precio de cotización de la acción en el mercado dividido entre la ganancia o utilidad por acción. Es un multiplicador que refleja cuantas veces el mercado está dispuesto a pagar por la acción con respecto a la utilidad neta por acción. Supongamos que la acción de Apple (AAPL) que cotiza a USD 140 en el mercado y que la más reciente ganancia o utilidad por acción es de USD 8,36, quiere decir que su P/E es de 16,76 veces (140/8,36). Lo que equivale a que los inversionistas están dispuestos a pagar más de 16 veces el valor de la ganancia actual que genera la compañía. ¿Qué significa esto? ¿Por qué pagar varias veces la utilidad que genera la compañía? En esencia, el múltiplo P/E indica el monto que un inversionista puede esperar al colocar un dólar en la ganancia de la empresa, si el múltiplo del ejemplo anterior es 16 veces, el inversionista espera en el largo plazo ser retribuido por haber pagado 16 dólares por cada dólar que gana Apple. Es evidente que el inversionista espera mayores ganancias de la empresa en el futuro. Un P/E bajo comparado con empresas del mismo sector con características similares puede indicar que la empresa está infravalorada. Sin embargo, hay que considerar las expectativas de crecimiento del sector económico donde la empresa opera. No es lo mismo un sector de alto crecimiento como el tecnológico donde en promedio los múltiplos suelen ser altos, debido a que el factor de crecimiento de las utilidades es mayor, que el sector de servicios básicos donde usualmente los indicadores del P/E son en promedio más bajos.

Miremos más detalladamente los factores que impactan a los componentes del P/E.

Por parte del denominador, la ganancia por acción está en función del desempeño de la economía (mejores proyecciones de crecimiento económico, genera expectativas más positivas en términos del futuro resultado neto de la compañía), de la tasa de crecimiento al que se espera que crezcan las utilidades, así como de la tasa de retorno que se espera para la inversión. Por otro lado, están los factores internos de la empresa, como por ejemplo cuanto porcentaje de la utilidad neta de la empresa se reinvierte en la actividad operativa y cuanto se reparte en dividendos.

En referencia al numerador (precio de cotización) este es solo el reflejo de las expectativas que los inversionistas tienen sobre el futuro desempeño de la empresa. En una coyuntura donde las compañías reportan resultados económicos mejores a lo esperado por los analistas y en un entorno de mayor crecimiento económico futuro, es de esperarse un alza del múltiplo P/E (se paga más hoy por la compañía con la promesa que en el futuro será retribuido por una mejor ganancia neta). Por el contrario, si se espera que la utilidad neta se reduzca, el múltiplo debería ajustarse a la baja.

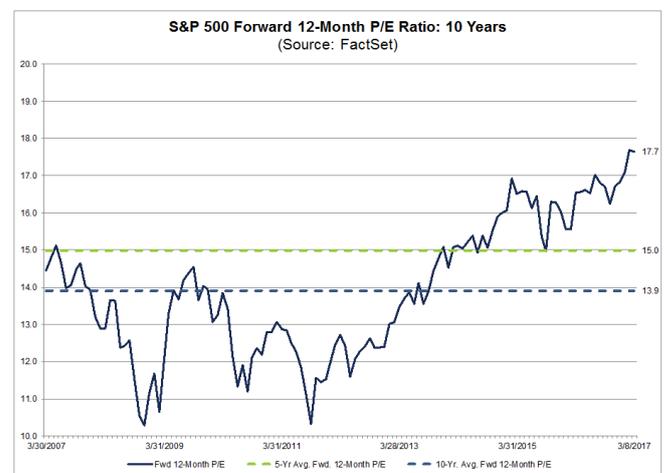
Existen dos tipos de P/E, el que utiliza las ganancias históricas de la empresa (no considera expectativas futuras), se le llama *P/E Trailing*, el cual es adecuado para medir la situación actual pero menos para analizar el comportamiento futuro. El otro indicador es el *P/E Forward* que sí considera la expectativa de ganancias futuras estimadas de la compañía.

Análisis de valor relativo para el mercado de acciones de empresas norteamericanas.

Aplicando el análisis del múltiplo P/E para todo el mercado, utilizando el índice de acciones norteamericanas S&P 500 como base para

definir el mercado, podríamos inferir la valoración de todo el mercado accionario como clase de activo. Actualmente el P/E (Forward) del S&P 500 cotiza a 17,7 veces. Este múltiplo está por encima de su promedio histórico de los últimos 5 años y de su promedio histórico de los últimos 10 años. *Ver Gráfico 8⁹.*

(Gráfico 8) Histórico Forward P/E Ratio 12 meses de los últimos 10 años. La línea verde representa el promedio de 5 años y la línea azul el promedio de 10 años

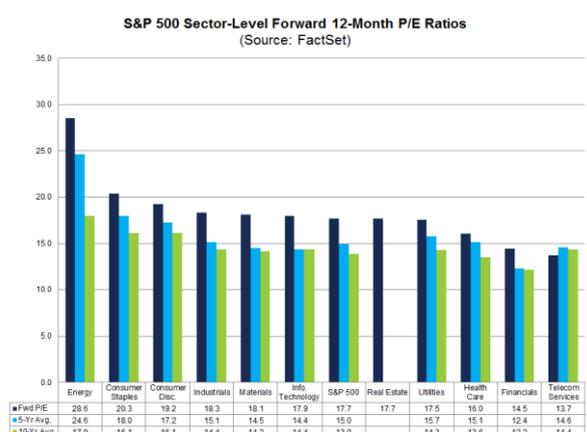


Al analizar la información que se deriva del múltiplo, podríamos concluir que el mercado accionario norteamericano está valorado por encima de su promedio histórico; es decir, los inversionistas tienen expectativas positivas y proyectan que las ganancias futuras de las empresas estarán mejorando y por consiguientes están dispuestos a pagar precios altos comparados con los promedios históricos. A nivel sectorial, las valoraciones lucen muy distintas. Algunos sectores del S&P 500 muestran niveles con máximos históricos (sector energía), mientras que otros están cerca del promedio (sector telecomunicaciones). *Ver Gráfico 9¹⁰.*

⁹ Reporte Earnings Insight Marzo 9,2017, FACTSET

¹⁰ Reporte Earnings Insight Marzo 9,2017, FACTSET

(Gráfico 9) Forward P/E Ratio 12 meses por sectores del índice S&P 500



Si bien las proyecciones económicas para EE.UU lucen positivas, quizás el mercado de acciones de empresas norteamericanas está anticipando un crecimiento más fuerte de la economía derivado de las posibles medidas de política económica que pueda emprender la nueva administración. Luego de marcar máximos históricos, es probable que el mercado ajuste a la baja producto de una corrección técnica (toma de ganancias).

Valoración de las acciones europeas

El mismo análisis realizado con las acciones norteamericanas lo aplicamos al mercado accionario europeo. Actualmente el indicador P/E Forward se sitúa en 12,1, cerca de la mediana de los últimos 5 años. El valor más bajo fue de 9, en septiembre 2012 y el valor máximo de 13,8, tres años más tarde. Lo que se puede observar con estas cifras es que, si bien el mercado europeo luce atractivo en término de valoración, todavía las acciones europeas no terminan de despegar.

Mercantil Bank (Schweiz) AG cuenta con productos ideales para ser incorporados en su estrategia de inversión para lograr la diversificación en los distintos mercados globales acorde a su perfil de inversión. Nuestros mandatos discrecionales de portafolios de fondos mutuales (en acciones y bonos) posicionados acorde a la expectativa del comité de inversión acerca de los

mercados, serían una opción a considerar. Estos portafolios tienen posicionamiento en los distintos mercados accionarios de los principales mercados financieros, como el norteamericano, el europeo y el asiático, acorde a las expectativas fundamentales de cada región y de cada clase de activo.

Productos

Muy pronto estaremos lanzando **un nuevo servicio de inversión asesorada**. Bajo este nuevo servicio el cliente podrá participar en la toma de decisiones de su inversión de la mano de nuestros Gerentes de Relación y con el apoyo de nuestros Gerentes de Portafolio.

Como en cualquier servicio de asesoría, el primer paso consiste en establecer el Perfil del Cliente, lo que nos permite determinar el nivel de riesgo máximo que puede ser asumido, así como el Perfil del Portafolio, con el propósito de establecer el objetivo de la inversión y los parámetros de manejo.

Una vez hemos corroborado que el Perfil del Portafolio es coherente con el Perfil del Cliente, el Gerente de Portafolios preparará una propuesta de inversión acorde a las necesidades y preferencias del cliente. El Gerente de Relación procederá a presentar la propuesta al cliente y juntos podrán discutir los detalles de la implementación. Si el cliente desea hacer cambios a la propuesta podrá hacerlos siempre y cuando no alteren los parámetros de inversión previamente determinados por el banco. En caso contrario, el cliente podrá realizar la transacción a través de su cuenta de Corretaje.

Los parámetros de inversión establecen porcentajes máximos de exposición dependiendo de las características de los distintos componentes y cierto nivel de diversificación. Los parámetros de inversión buscan controlar riesgos y aumentar la probabilidad de alcanzar los objetivos de inversión

Si el cliente desea alterar la composición del portafolio saliéndose de estos parámetros podrá hacerlo pero desde su cuenta de Corretaje.

Parte del servicio de asesoría incluye la entrega de reportes de desempeño y el monitoreo periódico de las posiciones que fueron recomendadas por el Banco y/o que pertenecen al universo de componentes con los que trabaja el Banco para este tipo de portafolios.

Cuando el Banco detecte una alteración de los parámetros de inversión, informará al cliente quien deberá decidir si desea efectuar los cambios sugeridos u otros similares.

Para llevar una relación de servicio de inversión asesorada de forma exitosa es muy importante mantener una comunicación fluida entre el cliente y el Banco. Este tipo de servicio es recomendable para aquellos clientes que desean participar activamente en el manejo de sus inversiones. Para aquellos clientes que prefieren no participar o no tienen tiempo para hacerlo les recomendamos el servicio de manejo discrecional de portfolios.

Si tiene interés en colocar parte de su patrimonio a través nuestro servicio de inversión asesorada lo invitamos a conversar con su Gerente de Relación.

Anuncios

- Agradecemos nos informe de forma oportuna cualquier cambio en su información personal (nueva dirección de domicilio, teléfono, correo electrónico, etc). Por favor llame a su Gerente de Relación para informarle sobre cualquier novedad, así podremos garantizarle la prestación del mejor servicio posible.
- Nuestra página web ha cambiado!, lo invitamos a que nos visite en www.mercantilbanksuiza.com para que disfrute de los nuevos ajustes en la navegación. Ahora puede ingresar a la página cómodamente desde cualquier dispositivo móvil.
- Visítenos en primavera! Suiza cuenta con 60 mil kilómetros de rutas de senderismo adecuadamente señalizadas y esta es la estación ideal para recorrerlas. Cuando pase por Zúrich no dude en visitarnos, estaremos muy complacidos de recibirlos
- Nuestro horario de atención:
Lunes a viernes hasta las 6:00 pm Hora Zúrich (12:00m Hora Caracas)

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

contactos@mercantilsuiza.com
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.