

## CARTA TRIMESTRAL

Zúrich, 29 de Septiembre 2017

Nº15

### En este número

- Perspectivas Económicas (pág. 1)
- Riesgo crediticio asociado a los bonos (pág. 5)
- Portafolio Global 1.5X Moderado (pág. 9)
- Perfil de Inversión y Anuncios (pág. 10)

### Perspectivas Económicas

El ambiente económico comenzó el año dominado por las perspectivas que generó la nueva administración estadounidense con la promesa de una política fiscal más activa acompañada de un proceso desregulador. Sin embargo, con el paso de los meses estas expectativas han venido perdiendo cierta relevancia debido a las dificultades que se han podido evidenciar en el proceso político.

En cuanto a la actividad económica global el panorama sigue siendo muy alentador. En su reporte de julio el Fondo Monetario Internacional (FMI) mantuvo sus proyecciones de crecimiento mundial para el 2017 y el 2018 en 3.5% y en 3.6% respectivamente. Se estima que la recuperación de la actividad económica de la zona del euro continúe, mientras que para la economía estadounidense, con respecto al estimado de abril, se proyecta un menor crecimiento debido a las dudas acerca del rumbo de la política fiscal.

Aunque se esperan comportamientos divergentes, las perspectivas de crecimiento para las economías de mercados emergentes son alentadoras. Los desbalances en el mercado del petróleo y sus consecuencias en el precio del crudo han afectado el desempeño

de las economías exportadoras. Entre tanto en China la actividad económica se ha visto favorecida por el impulso generado por la política económica. Sin embargo, el nivel de endeudamiento interno sigue representando un importante riesgo.

El buen desempeño del sector de la manufactura y de servicios ha dado un nuevo impulso a la economía global. El mercado laboral de muchas economías avanzadas sigue dando señales de fortaleza, principalmente en Estados Unidos. Sin embargo, la inflación permanece por debajo de los objetivos de los bancos centrales.

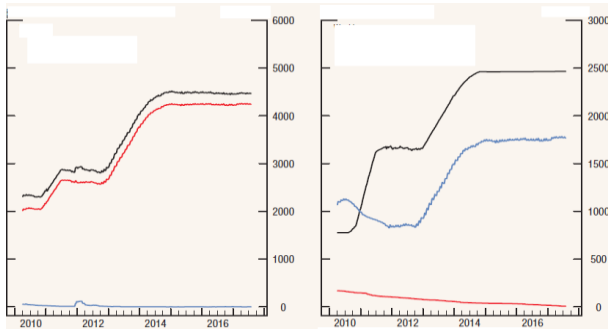
Si bien se vislumbra un entorno macroeconómico saludable, en las economías avanzadas persisten problemas estructurales que podrían perturbar el crecimiento. El FMI señala en su reporte de julio factores como: El exceso de capacidad, los cambios estructurales como el envejecimiento de la población, la debilidad de la inversión y el lento avance de la productividad.

**La divergencia en el rumbo de la política monetaria en Estados Unidos y en la zona del euro persiste.** Esto repercute en cierta medida en un aumento de la volatilidad en el mercado de divisas. Si bien el diferencial de las tasas de interés entre las dos monedas debería darle soporte al dólar, el mejor desempeño de la economía de la zona euro, la reducción del riesgo político y el retorno de flujos de inversión han contribuido al fortalecimiento del euro.

En su reunión de junio, **la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed)** subió su tasa de referencia en 0.25%, situándola en el rango entre 1% y 1.25%, adicionalmente anunció su

plan para reducir paulatinamente su balance. Durante su intervención en el mes de septiembre, la Fed anunció que en octubre daría inicio a dicha ejecución. Esta medida está en primera línea direccionada a reducir la reinversión de los pagos de principal recibidos por los vencimientos de los bonos del tesoro americano y de los bonos de deuda con respaldo hipotecario que fueron comprados durante el periodo en el que se ejecutó el programa de flexibilización cuantitativa (QE). Durante este periodo el balance creció aproximadamente en 2'500 miles de millones de dólares<sup>1</sup>. Ver gráfico 1. Inicialmente la reducción de las reinversiones tiene un techo de USD 10 mil millones por mes, el cual se estará incrementado cada tres meses en USD 10 mil millones hasta alcanzar USD 50 mil millones al mes.

(Gráfico1) Balance Contable de la Fed



Nota: Cuadro de la izquierda: La línea negra representa el total de activos, la línea roja los títulos valores y la línea azul todas las facilidades de liquidez. Cuadro de la derecha: La línea negra representa el total de bonos del tesoro americano, la línea roja títulos de deuda de agencias federales y la línea azul bonos de deuda con respaldo hipotecario. USD Miles de millones.

Fuente: Quarterly Report on Federal Reserve Balance Sheet Developments, August 2017.

El ritmo al que se llevará a cabo el proceso de normalización sigue siendo una incógnita. El mercado prevé para diciembre que la Fed continúe con el proceso gradual de repliegue y suba en 0.25% su tasa de referencia. No obstante, la decisión seguirá dependiendo del comportamiento de la tasa de inflación. Los venideros cambios en la composición de la

<sup>1</sup> Quarterly Report on Federal Reserve Balance Sheet Developments, August 2017

junta directiva y la posibilidad de un relevo en la presidencia de la Fed serán también factores relevantes. En febrero del 2018 termina el periodo del actual presidente, Janet Yellen. Así mismo, será necesario remplazar 7 miembros salientes de la junta directiva. La convicción en términos de política económica de los nuevos integrantes es un determinante importante a la hora de hacer inferencias acerca del rumbo de la política monetaria. Por ejemplo, de un candidato a la presidencia como John Taylor (según la Regla de Taylor el nivel de tasa de interés objetivo debería estar actualmente en 3%) podría inferirse un repliegue más acelerado de lo esperando.

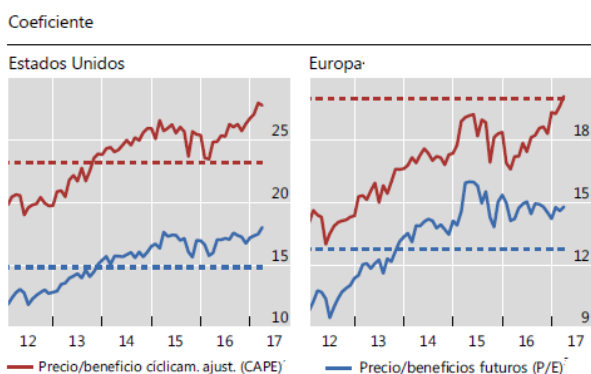
Por su parte, en septiembre, el **Banco Central Europeo (BCE)** decidió mantener inalterados los tipos de interés. La tasa de interés aplicable a la facilidad de depósitos se mantuvo en un nivel negativo de -0.40%. A su vez, postergó para su próxima reunión de octubre anuncios referentes al futuro de su programa de flexibilización cuantitativa. El mercado espera que el programa, mediante el cual se ejecutan compras mensuales de activos hasta por 60 mil millones de euros, se extienda solamente hasta finales de diciembre del 2017. Según el BCE, el desempeño de la economía de la zona del euro sigue dependiendo de una política monetaria acomodaticia, gracias a la cual se ha logrado un mejoramiento de las condiciones financieras y un aumento en la generación de crédito. A pesar del buen desempeño de la economía, la cual creció al 2.3% en el primer semestre, la apreciación del euro ha llevado al BCE a revisar a la baja sus proyecciones de inflación. Los riesgos derivados de la alta volatilidad en el mercado de divisas podrían determinar en cierta medida las decisiones futuras de política monetaria.

## Mercados Financieros

En lo transcurrido del 2017 los mercados financieros han mostrado una tendencia alcista acompañada con niveles bajos de volatilidad.

Las cotizaciones en el **mercado de renta variable** siguen viéndose favorecidas por un panorama más alentador en términos de las variables macroeconómicas, una política económica favorable y una mejora en los beneficios corporativos. Sin embargo, se percibe cierto recelo entre los inversionistas debido al nivel actual de las valoraciones. El Banco de Pagos Internacionales (BPI), mejor conocido como el banco de los bancos centrales, muestra en su informe anual como la relación de precios por acción / beneficio futuros por acción (P/E), así como la misma relación ajustada por el ciclo a diez años (*cyclically adjusted P/E, -CAPE-*), se mantienen por encima de los niveles históricos en Estados Unidos y en Europa<sup>2</sup>. Ver gráfico 2.

**(Gráfico 2) Valoraciones de las acciones**



Nota: Las líneas horizontales indican: Promedios a largo plazo; para el coeficiente CAPE desde diciembre 1982; para el coeficiente P/E desde julio 2003.

Fuente: Bank for International Settlement, Annual Report 2017.

Según el FMI las actuales valoraciones reflejan el optimismo de los inversionistas acerca del desempeño futuro de las ganancias de las empresas y la abundante liquidez. En este contexto el mercado de renta variable europeo también se ha visto favorecido por el mejoramiento de los datos macroeconómicos, así como por la reducción del riesgo político.

El **mercado de renta fija** sigue reportando un buen desempeño. Menores expectativas de

inflación han llevado a una contracción de los rendimientos de largo plazo y por consiguiente a una reducción de la prima por plazo en dólares (el diferencial entre los rendimientos de corto y largo plazo). En el transcurso del 2017 y hasta el momento en que se escribe este artículo, el rendimiento del bono del tesoro americano a 10 años había caído -0.25% (de 2.45% a 2.20%), mientras que el rendimiento del bono de 2 años había subido +0.25% (de 1.22% a 1.47%).

Si bien factores como la política monetaria, el desempeño de los beneficios corporativos y un panorama macroeconómico alentador siguen dándole soporte a las valoraciones de los activos financieros, instituciones como el FMI y el BPI advierten de los riesgos de una corrección brusca en los precios y sus repercusiones en los mercados financieros.

En la siguiente sección analizaremos el ambiente macroeconómico mundial desde la perspectiva regional.

### Perspectivas Regionales

La actividad económica global sigue fortalecida. Continúan destacando el mercado laboral americano y el desempeño positivo de la zona del euro. Por otra parte, se vislumbra un repunte de la actividad económica de las economías de los mercados emergentes. Al buen desempeño de las economías importadoras de materias primas como China e India, se suma el repunte de economías exportadoras como Rusia y Brasil.

**Para la economía estadounidense** se prevé que el crecimiento sea menos robusto de lo esperado. El FMI revisó el supuesto de una política fiscal más activa, debido a las dificultades que la nueva administración ha tenido en el proceso político. En comparación con las proyecciones de abril, el FMI ajustó a la baja su estimación del crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) real de 2.3% a 2.1% para el 2017 y de 2.5% a 2.1% para el 2018. La tasa de desempleo continúa

<sup>2</sup> Bank for International Settlement, Annual Report 2017

mostrando una tendencia decreciente, situándose en 4.4% en agosto. Sin embargo, los salarios nominales siguen sin aumentar sustancialmente y por consiguiente sin crear presiones inflacionarias significativas. Según la Oficina de Análisis Económico del Departamento de Comercio de los Estados Unidos, los efectos positivos en el crecimiento del PIB derivados del buen desempeño del consumo privado y de la inversión privada no residencial han sido parcialmente amortiguados por la reducción registrada en el gasto público. Por otra parte, la debilidad del dólar le ha dado un impulso a las exportaciones.

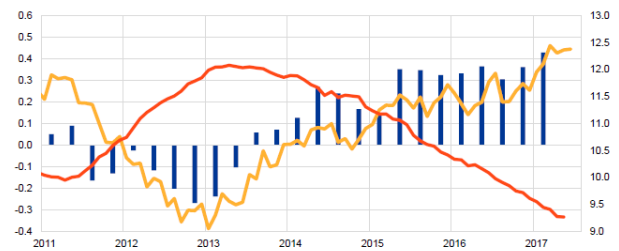
Sin embargo, como ya lo hemos venido señalando en esta Carta Trimestral, el crecimiento potencial de largo plazo sigue afectado por el tímido crecimiento de la productividad y por factores demográficos como el envejecimiento de la población.

**Las variables macroeconómicas en la zona euro** son cada vez más sólidas y el crecimiento económico es más sincronizado entre los diferentes países. Se destaca el dinamismo de la actividad económica de las mayores economías. El FMI ajustó al alza las proyecciones de crecimiento para la zona euro de 1.7% a 1.9% para el 2017 y de 1.6% a 1.7% para el 2018. El consumo de los hogares, y por ende la demanda interna, se ha visto estimulado por las mejores condiciones en el mercado laboral. Igualmente, el Índice de Gestión de Compras (*Purchasing Managers Index, conocido como PMI*)<sup>3</sup> sugiere que la expansión se podría estar consolidando<sup>4</sup>. Ver gráfico 3.

<sup>3</sup> El PMI es un indicador macroeconómico que mide, a través de encuestas, las compras realizadas por las empresas en los sectores manufactureros y/o de servicios.

<sup>4</sup> European Central Bank Economic, Bulletin Issue 5/2017

**(Gráfico 3) Empleo, Tasa de Desempleo e Índice de Gestión de Compras de la Zona Euro**



Nota: Barras azules: Empleo (escala de la izquierda, cambio porcentual por trimestre). Línea amarilla: Índice PMI (escala de la izquierda, cambio porcentual por trimestre). Línea Roja: Tasa de desempleo (escala de la derecha, porcentaje).

Fuente: European Central Bank Economic, Bulletin Issue 5/2017

El buen desempeño de la economía de la zona sigue determinado por la fortaleza de la demanda interna, el incremento de la inversión, el mejoramiento de las condiciones financieras y los efectos positivos de la política monetaria acomodaticia, así como por la reducción del riesgo político. No obstante, según el BCE el aumento de la volatilidad en el mercado de divisas representa un riesgo para el proceso de consolidación.

El crecimiento en la economía alemana ha sido definido por una demanda interna robusta y por la fortaleza de la inversión. De otra parte, el sector exportador se ha visto afectado por el fortalecimiento del euro. En el ámbito político no hubo ninguna sorpresa y el partido cristianodemócrata del canciller de Alemania Ángela Merkel ganó las elecciones del 24 de septiembre. El FMI estima que la economía alemana estará creciendo a una tasa del 1.8% en 2017, lo cual representa una mejoría de 0.2% con respecto al estimado de abril, mientras que para el 2018 proyecta una tasa de crecimiento más moderada de 1.6%. Para la economía francesa el FMI aumentó su predicción de crecimiento en 0.1% para el 2017, respecto al estimado de abril, previendo un crecimiento del 1.5% en 2017, mientras que para el 2018 se prevé una tasa de crecimiento más elevada de 1.7%. Se espera que su presidente Emmanuel Macron logre sacar adelante reformas económicas importantes,

como la reforma laboral. Según el FMI, la economía italiana estaría sorprendiendo positivamente y creciendo a una tasa de 1.3%, lo que representa un incremento 0.5% con respecto a las proyecciones de abril. Se observa un mejoramiento de las condiciones financieras, que habían venido siendo afectadas por los problemas de capitalización que experimenta el sector financiero. La economía española sigue su proceso de consolidación con una robusta tasa de crecimiento. El FMI incrementó su estimado para el 2017 en 0.5% y proyecta un crecimiento de 3.1% para este año, mientras que se estaría moderando en el 2018, aunque aun creciendo por encima del promedio europeo a una tasa de 2.4%.

**El panorama económico del Reino Unido** sigue perturbado por la incertidumbre respecto al futuro de las nuevas relaciones políticas y económicas con la Unión Europea. Un ingrediente adicional de incertidumbre es la debilidad política de la primera ministra Theresa May. Su poder de negociación frente a la Unión Europea quedó debilitado después de haber perdido las mayorías. Al entorno político poco propicio para la toma de decisiones de inversión se une el debilitamiento de la libra esterlina y sus efectos negativos en el consumo. El FMI estima un crecimiento económico de 1.7% en 2017, un 0.3% menor al estimado de abril, y de 1.5% en 2018.

**Para la economía japonesa**, el FMI ajustó al alza su estimado de crecimiento de 1.2% al 1.3% para 2017. El mejor desempeño del consumo privado, de la inversión y de las exportaciones explica el mejoramiento en las previsiones económicas.

El FMI proyecta que **la economía china** estaría creciendo a una tasa de 6.7% y 6.4% para el 2017 y el 2018, respectivamente. Esto representa una revisión positiva de 0.1% para el 2017 y de 0.2% para el 2018, con respecto al estimado de abril. Siguen sobresaliendo los

efectos positivos de las medidas de política económica direccionadas al aumento de la inversión pública, así como de una política monetaria encaminada a garantizar la liquidez interna necesaria para contrarrestar los efectos negativos de la salida de capitales. No obstante, el resultante incremento en el nivel de endeudamiento interno y la caída de las reservas internacionales representa un riesgo a mediano plazo. En general se observa una recuperación de los mercados emergentes. Sobresale el buen desempeño de la renta variable. El FMI prevé una tasa de crecimiento de 4.6% y 4.8% para el 2017 y el 2018, respectivamente.

En resumen, seguimos pensando que el entorno macroeconómico seguirá determinado por las decisiones de política económica que se tomen en las principales economías. Un repliegue monetario más rápido de lo esperado, así como un incremento de los riesgos geopolíticos podría causar una corrección en el precio de los activos financieros. En cualquier caso, la minimización de los efectos negativos de una corrección, dependerá de la calidad de la información y de la estrategia de inversión que se siga. Por lo tanto, es crucial que el inversionista se mantenga atento al desempeño de los mercados financieros globales y siga una estrategia de inversión diversificada.

## Riesgo crediticio asociado a los bonos

El riesgo de crédito es un aspecto importante a considerar al momento de tomar una decisión de inversión en un bono. Un inversionista que presta su dinero a través de la compra de un bono está expuesto a una serie de riesgos, entre otros, al riesgo de crédito. Existen tres tipos de riesgo de crédito:

- El riesgo de incumplimiento (*default risk*).
- El riesgo del diferencial de crédito (*credit spread risk*).



- El riesgo de descenso de la calidad crediticia (*downgrade risk*).

### **El riesgo de incumplimiento (*default risk*)**

Este riesgo se define como la probabilidad de que el emisor del bono no pueda honrar los términos de la obligación relacionados con el pago de intereses y/o del principal en las fechas y condiciones acordadas. El porcentaje de la población de bonos que se espera que caiga en impago es denominada la tasa de incumplimiento (*default rate*). El evento de incumplimiento (*default*) ocurre en el momento en el que el emisor del bono incumple el pago de intereses, y/o principal. Usualmente esto sucede cuando el emisor se queda sin efectivo para honrar la obligación. Esto no necesariamente implica que se pierda la totalidad del capital invertido. Un inversionista puede esperar recuperar cierto porcentaje de la inversión. Este porcentaje es conocido como la tasa de recuperación (*recovery rate*). Dado un evento de *default* y en base a la tasa de recuperación y la tasa de incumplimiento es posible calcular la pérdida esperada (*expected loss*).

En el caso de los bonos corporativos, si la empresa se declara en bancarrota, usualmente los tenedores de bonos reciben una porción del principal una vez que el emisor liquida sus activos y distribuye el monto entre sus acreedores. Podría darse el caso donde el emisor, aun vendiendo todos los activos, no logra cubrir la totalidad de las obligaciones pendientes por pagar a los tenedores de bonos. En cualquier caso, siempre queda la opción de ofrecer una reestructuración de la deuda. En el caso de los bonos soberanos, los países no tienen otra opción que proponer una reestructuración o una renegociación de la deuda. Una forma común de reestructuración es el canje de los bonos en circulación por nuevos títulos con vencimientos más largos y con condiciones menos atractivas.

Igualmente, en un evento de incumplimiento, el pago de los cupones queda suspendido y el bono en el mercado secundario empieza a ser negociado a precios cercanos a la tasa de recuperación estimada por el mercado. En esta fase de cierta incertidumbre la negociación en el mercado secundario es caracterizada por poca liquidez y por una ampliación del margen entre el precio de compra y el precio de venta.

Por último, cabe mencionar que existen ciertas diferencias entre el riesgo de incumplimiento de un emisor corporativo y el riesgo soberano. La principal diferencia radica en que las corporaciones ante un evento de incumplimiento, anuncian el cese de pagos de sus obligaciones y en el extremo, puede declararse en la bancarrota y terminar su actividad operativa sin negociar con los acreedores. Contrariamente, los países no pueden declararse en la bancarrota frente a una situación económica desfavorable. De cualquier forma, la actividad económica del país siempre continúa, la infraestructura prevalece, la producción de bienes y servicios prosigue y los recursos naturales permanecen. Sin embargo, en momentos de crisis económica los gobiernos pueden verse forzados a priorizar los gastos de funcionamiento sobre el pago de sus acreencias para así evitar graves problemas de inestabilidad política y social. Esta situación se conoce como riesgo soberano, el cual consiste en la falta de voluntad de un gobierno por honrar sus obligaciones o en la inhabilidad de pago debido a un deterioro de las condiciones económicas del país.

### **El riesgo del diferencial de crédito (*credit spread risk*)**

El *credit spread risk* es el riesgo asociado a una disminución del precio del bono debido a un aumento del diferencial de crédito.

En ausencia de un evento de incumplimiento, el inversionista corre con el riesgo de que el valor de mercado del bono caiga y/o el retorno en términos del precio sea inferior al de otros

bonos. En este contexto es importante recordar que cambios en el precio de un bono están inversamente relacionados con los cambios en los rendimientos requeridos por el mercado. En este sentido si los rendimientos en la economía suben el precio de los bonos en circulación cae y por consiguiente sus rendimientos al vencimiento aumentan, ajustándose a las nuevas condiciones del mercado; y viceversa. El rendimiento de un bono está compuesto por la tasa de rendimiento ofrecida por los bonos sin riesgo de incumplimiento, como es el caso de los bonos del tesoro americano para las inversiones en dólares, más una prima adicional de compensación por asumir los riesgos asociados a la inversión en un bono de un emisor determinado. La porción de esta prima adicional de compensación que es atribuible al riesgo de incumplimiento es denominada el diferencial de crédito (*credit spread*). Dicho de otro modo, el diferencial de rendimiento entre un bono con riesgo (corporativo o soberano) y uno de vencimiento similar con cero riesgos de incumplimiento, como el bono del tesoro americano, mide en parte la magnitud del riesgo de crédito del emisor. A mayor diferencial de crédito mayor el riesgo de crédito del emisor. Si el riesgo de crédito del emisor mejora, el diferencial de rendimiento (*credit spread*) se acorta lo cual se traduce en un alza del precio del bono.

Un continuo aumento del riesgo de crédito de un emisor de un bono conduce a una ampliación del diferencial de rendimiento; es decir, a un incremento del rendimiento al vencimiento y como resultado, a una baja en el precio del bono. Si los inversionistas perciben un deterioro en los indicadores financieros del emisor, los cuales sirven como indicadores de riesgo de crédito, infieren que en el futuro el emisor podrá tener dificultades financieras para cumplir sus obligaciones. Lo que podría resultar en una caída en el precio del bono y por consiguiente en un aumento de su rendimiento.

Adicionalmente, la voluntad de pago del emisor es un factor importante para determinar el *credit spread*. Existen casos en donde aún con deterioros fuertes de los indicadores financieros, como por ejemplo en el flujo de caja, el emisor mantiene firme su disposición de continuar pagando sus obligaciones ante los tenedores de bonos. Por otro lado, podría ocurrir lo contrario, donde aún con capacidad de pago, el emisor decide no continuar pagando sus obligaciones.

### **El riesgo de descenso de la calidad crediticia (downgrade risk)**

Un indicador usado por los inversionistas para medir el riesgo de incumplimiento es la calificación crediticia (*credit rating*) otorgada por una agencia calificadora a una emisión de un bono o a un emisor. Las agencias o calificadoras de riesgo son contratadas por los emisores de bonos para determinar el *credit rating* de la emisión de un bono o del emisor. La calificación crediticia es un indicador del riesgo potencial de incumplimiento asociado a una emisión o a un emisor en particular. En general representa una manera sencilla en la cual una agencia calificadora evalúa la habilidad que tiene el emisor de un bono para cumplir sus obligaciones de pago del principal y los intereses de acuerdo a los términos pactados.

Entre las calificadoras de riesgo más importantes están: Moody's, Standard & Poor's y Fitch Ratings. Cada una cuenta con una escala de riesgo que ayuda al inversor a determinar la exposición de riesgo de su inversión.

Estas agencias utilizan ciertas metodologías con estándares internacionales para analizar los indicadores de riesgo de un emisor o de una emisión y así asignar una calificación conforme a una tabla definida en escala de letras por cada calificadora. El propósito es determinar qué nivel de riesgo de crédito posee un emisor o una emisión y de esta forma

facilitar la toma de decisiones por parte de los inversionistas.

Así un título calificado como AAA representa la máxima calidad crediticia y, en el otro extremo está la nota D que representa una situación de incumplimiento de pago (*default*).

La mayoría de estas agencias calificadoras cuenta con unos sub-grupos de categorías, entre los cuales están:

- AAA hasta BBB- se consideran “Grado de Inversión”.
- BB+ hasta C se consideran “Grado Especulativo o Grado de No-Inversión”.
- SD es Default Selectivo (cuando se ha incumplido con un aspecto en específico, pero sigue cumpliendo con el resto de sus obligaciones).
- D representa Default o Incumplimiento de pagos.

En el momento que una calificación crediticia es asignada a un emisor o a una emisión de un bono, la agencia calificadora se encarga de monitorear la calidad crediticia y a su vez de modificar el *credit rating* de ser necesario. Una mejora de la calidad crediticia del emisor o de la emisión es gratificada con un ascenso (*upgrade*) del *credit rating*, mientras que una desmejora es castigada con un descenso (*downgrade*) de la calificación crediticia. Un descenso imprevisto de la calificación crediticia de una emisión o emisor conlleva a un incremento en el *credit spread* y por consiguiente a una disminución del precio del bono. Este riesgo, que está directamente relacionado con el riesgo de diferencial de crédito, es denominado *downgrade risk*.

Las agencias calificadoras usan varios indicadores para monitorear el riesgo de crédito de un emisor o de una emisión. Algunos de los más conocidos son:

- Riesgo de liquidez (disponibilidad de efectivo y de flujo de caja)
- Riesgo de crédito (desempeño de los activos, concentración de riesgos del emisor)
- Riesgo de apalancamiento (desempeño de sus pasivos, nivel de endeudamiento)
- Riesgo de mercado (impacto de las variables macroeconómicas como el crecimiento, la inflación, las tasas de interés, la exposición a distintas monedas, los desenvolvimientos en el mercado de materias primas, entre otros)
- Riesgo Operacional (eventos inesperados como estafas, demandas, regulaciones, eventos catastróficos y laborales)
- Riesgo político (estabilidad del gobierno central y del orden constitucional, continuidad democrática, entre otros).

### **Estrategias para mitigar el riesgo crediticio**

A pesar de que los riesgos derivados de eventos de crédito, como por ejemplo un cese de pagos, son impredecibles, hay maneras de mitigarlos. La idea es establecer una estrategia de diversificación del portafolio. La selección y el monitoreo de los títulos que componen un portafolio de inversión es fundamental, requiere tiempo y dedicación, en especial el analizar e interpretar los distintos índices de riesgo de crédito, su evolución y como se afectan a raíz de eventos internos y externos de la corporación, así como del país para el caso de los bonos soberanos.

Para mitigar el riesgo de crédito en un portafolio de bonos es fundamental diversificar emisores, sectores económicos, calificación crediticia y localización geográfica, entre otros.



Mercantil Bank (Schweiz) ofrece a través de sus Portafolios de Renta Fija (PRF) la posibilidad de acceder a una administración discrecional, mediante la cual el inversionista delega en el banco las decisiones de inversión. La principal ventaja es que cuenta con un grupo de profesionales calificados, dedicados especialmente a la selección y el monitoreo de los títulos valores que componen el portafolio.

## Portafolio Global 1.5X Moderado

El Portafolio Global 1.5X Moderado se basa en el Portafolio Moderado, un producto de larga tradición en nuestra oferta de Manejo de Portafolios Discrecionales.

El Portafolio Moderado combina 20% de exposición a mercados de renta variable, en su mayoría acciones, con 80% de exposición a mercados de renta fija, en su mayoría bonos. Este es ofrecido en euros y dólares americanos. **En la estrategia en euros se invierte igualmente de forma global con una amplia cobertura del riesgo cambiario frente a la moneda de referencia, en este caso el euro.**

**Aprovechando el ambiente de tasas bajas, sobre todo en euros,** y la elegibilidad de los componentes de este portafolio para respaldar créditos, seguimos considerando interesante combinar una línea de crédito hasta por un valor de 50% de la inversión inicial<sup>5</sup> para aumentar la exposición a esta estrategia (1.5X).

El costo del crédito se encuentra ligado a la tasa Libor a un año en la moneda del préstamo más un diferencial que incluye un descuento especial por formar parte de este producto.

Siempre y cuando el costo de la deuda sea inferior al rendimiento esperado de la estrategia, el uso de apalancamiento permitiría aumentar la rentabilidad.

<sup>5</sup> Aplican restricciones de monto máximo inicial y sobre la vida del préstamo.

Si bien los rendimientos pasados no permiten predecir rendimientos futuros, el desempeño de este portafolio ha estado dentro de lo esperado en términos de rentabilidad y fluctuación del valor.

Históricamente, desde su lanzamiento el Portafolio Global USD 1.5X Moderado ha mostrado un crecimiento después de los costos de financiación y antes de comisiones de manejo del 6% anual en promedio con una volatilidad de 6.2% en el mismo periodo.

En cualquier caso, el apalancamiento financiero tendrá un efecto multiplicador sobre la volatilidad de la rentabilidad de la inversión inicial. Por esta razón, el perfil de inversión para este portafolio deberá mostrar mayor propensión al riesgo que el exigido para la misma estrategia sin apalancamiento.

Entre las ventajas de este producto se encuentra la posibilidad de incrementar la rentabilidad del Portafolio Moderado sin invertir en clases de activos más riesgosas. El rendimiento (y riesgo) adicional vendrán dados por el apalancamiento financiero.

Es de notar que la línea de crédito no se encuentra comprometida y la tasa de interés es actualizada cada seis meses. La línea de crédito es congruente con la moneda del Portafolio y por lo tanto puede ser emitida en USD o en EUR.

La inversión mínima inicial para acceder a este producto se ha fijado en USD o EUR 200,000 y los retiros parciales requieren reducción proporcional del apalancamiento.

Las tasas Libor actuales se encuentran bajas con respecto a su nivel histórico y los portafolios Moderados, en sus versiones Global USD y Global EUR, todavía muestran rendimientos esperados superiores al costo del financiamiento. Por esta razón su uso pudiera ser recomendado para aquellos clientes con una mezcla propicia de objetivo de inversión y tolerancia al riesgo.

Los clientes que decidan invertir en este producto deberán demostrar idoneidad y capacidad para comprender el comportamiento esperado de una inversión apalancada, así como la operatividad de una línea de crédito garantizada con activos financieros.

Por favor solicite más información a su Gerente de Relación.

## Perfil de Inversión

- Una de las ventajas de contar con un servicio de Banca Privada es obtener recomendaciones personalizadas<sup>6</sup>.
- Las recomendaciones personalizadas requieren de un conocimiento profundo acerca del cliente.
- Periódicamente su Gerente de Relación le hará una cantidad de preguntas para comprender su situación y preferencias.
- Por favor tómese el tiempo para contestarlas de forma correcta y completa. Si no tenemos esta información, no podremos hacer recomendaciones adecuadas a sus necesidades. Usted se beneficiará al compartir esa información con nosotros.
- Si su situación cambia, por favor infórmenos porque nuestras recomendaciones podrían cambiar.

## Anuncios

- Le recordamos que nos haga saber de 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 ofrecerle el mejor servicio posible.
- Para estar al día de nuestras comunicaciones, recuerde ingresar periódicamente en Mercantil en Línea a través de nuestra página web y revisar el Buzón de Mensajería Segura.
- Visítenos en otoño! Suiza cuenta con 60 mil kilómetros de rutas de senderismo adecuadamente señalizadas y esta estación es una buena oportunidad 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)  
A partir del 30 de Octubre al 26 de Marzo 2018 el horario cambia hasta la 1:00pm 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

<sup>6</sup> Nuestros servicios de Corretaje no incluyen recomendaciones personalizadas, ni monitoreo de portafolios. Bajo ciertas circunstancias los servicios de Corretaje pueden incluir pruebas de conveniencia pero no de idoneidad. Pregunte acerca de nuestros servicios de Asesoría y Manejo de Portafolios para contar con recomendaciones y monitoreo.

## 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.