

CARTA TRIMESTRAL



TABLA DE CONTENIDO

Número 15

- 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)

Número 14

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

Número 13

- Perspectivas Económicas (pág. 1)
- Tasas de Interés y sus Implicaciones en la Valoración de los Activos (pág. 5)
- Portafolios de Renta Fija con Apalancamiento (pág. 8)
- Anuncios (pág. 9)

Número 12

- Perspectivas Económicas (pág. 1)
- Inversiones Apalancadas (pág. 4)
- Productos (pág. 6)
- Anuncios (pág. 7)

Número 11

- Perspectivas Económicas (pág. 1)
- Mercados de Monedas (pág. 4)
- Productos (pág. 7)
- Anuncios (pág. 8)

Número 15

- 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)

CARTA TRIMESTRAL

Zúrich, 29 de Septiembre 2017

N°15

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.

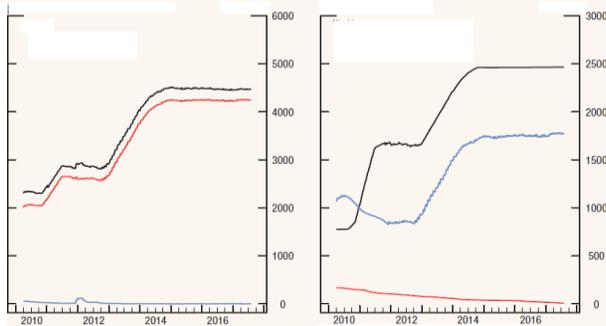
Si bien se vislumbra un entorno macroeconómico saludable, en las economías avanzadas persisten problemas estructurales que podrían perturbar el crecimiento. El FMI señala en su reporte de julio factores como: El exceso de capacidad, los cambios estructurales como el envejecimiento de la población, la 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 dólares¹. 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

¹ 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 Europa². 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

² 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.

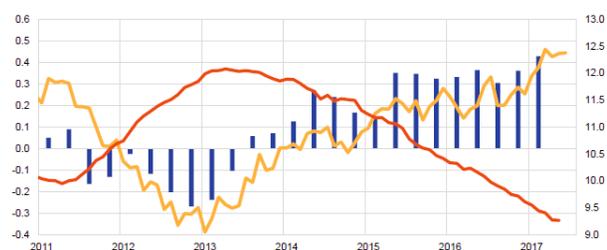
Sin embargo, como ya lo hemos venido señalando en esta Carta Trimestral, el crecimiento potencial de largo plazo sigue afectado por el tímido crecimiento de la productividad y por factores demográficos como el envejecimiento de la población.

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 ajusto 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*)³ sugiere que la expansión se podría estar consolidando⁴. Ver gráfico 3.

³ 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.

⁴ 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 inicial⁵ 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 permitirá aumentar la rentabilidad.

⁵ 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 personalizadas⁶.
- 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 Zúrich, Suiza

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

contactos@mercantilsuiza.com
www.mercantilbanksuiza.com

⁶ 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.

Número 14

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

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

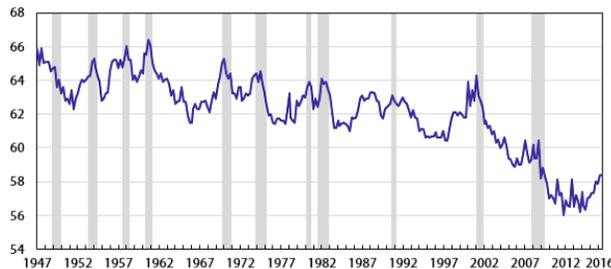
económica, mientras que en la zona del euro se observa una mejora de éstas condiciones. No obstante, persisten tres factores que podrían perturbar el desempeño de la economía global.

- 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.

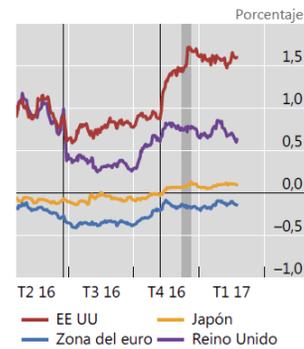
(Gráfico 1) Participación del trabajo en el ingreso nacional de Estados Unidos. Las líneas verticales indican recesiones. Porcentaje.



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.

(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

¹ Bureau of Labor Statistics, February 2017

² Bank for International Settlement, Quarterly Review 2017

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.

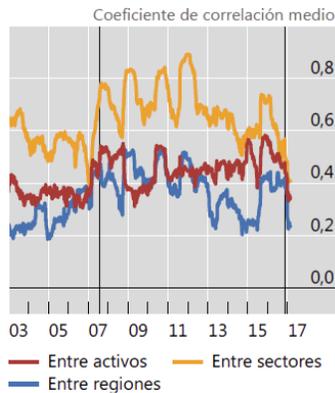


En un entorno de leve crecimiento económico y abundante liquidez, las decisiones de política monetaria han venido jugando un papel protagónico en el desempeño de los rendimientos de los activos financieros, experimentando periodos generales de aumento o disminución de la demanda por riesgos similares. 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

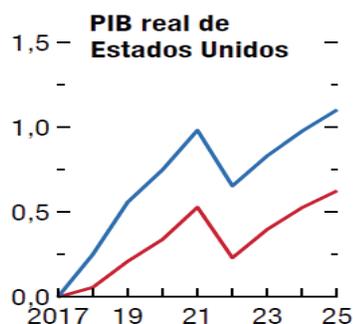
⁵ Federal Reserve Bank of St. Louis

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.

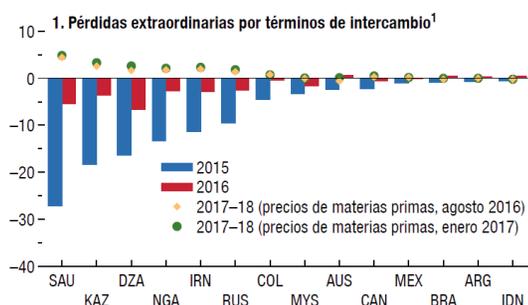
Las proyecciones **para la economía japonesa** son positivas en lo concerniente a la actividad económica. El impetuoso desempeño de las

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, aumentarían 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.

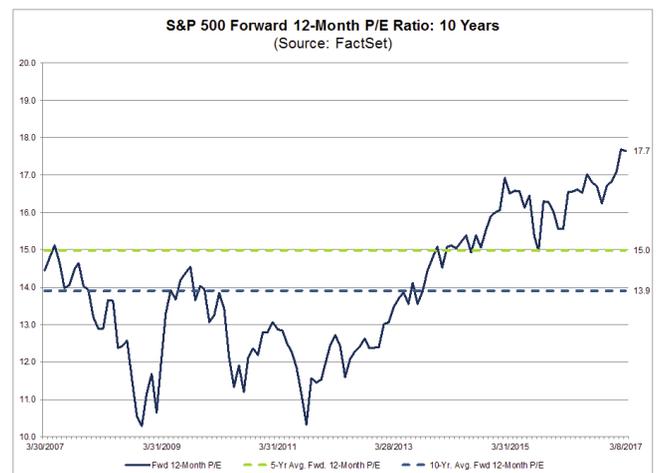
Existen dos tipos de P/E, el que utiliza las ganancias históricas de la empresa (no considera expectativas futuras), se le llama *P/E Trailing*, el cual es adecuado para medir la situación actual pero menos para analizar el comportamiento futuro. El otro indicador es el *P/E Forward* que sí considera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

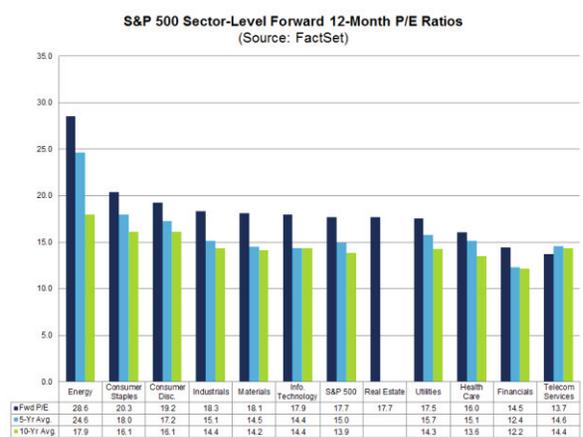


Al analizar la información que se deriva del múltiplo, podríamos concluir que el mercado accionario norteamericano está valorado por encima de su promedio histórico; es decir, los inversionistas tienen expectativas positivas y proyectan que las ganancias futuras de las empresas estarán mejorando y por 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

Número 13

- Perspectivas Económicas (pág. 1)
- Tasas de Interés y sus Implicaciones en la Valoración de los Activos (pág. 5)
- Portafolios de Renta Fija con Apalancamiento (pág. 8)
- Anuncios (pág. 9)

CARTA TRIMESTRAL

Zúrich, 06 de Diciembre 2016

N°13

En este número

- Perspectivas Económicas (pág. 1)
- Tasas de Interés y sus Implicaciones en la Valoración de los Activos (pág. 5)
- Portafolios de Renta Fija con Apalancamiento (pág. 8)
- Anuncios (pág. 9)

Perspectivas Económicas

El triunfo de Donald Trump en las elecciones presidenciales de Estados Unidos fue una sorpresa. Las políticas que la nueva administración planea implementar siguen siendo un misterio, como lo fueron durante la campaña. Sin embargo, en las semanas subsiguientes a su elección Trump ha dejado evidenciar cuatro puntos importantes de su programa:

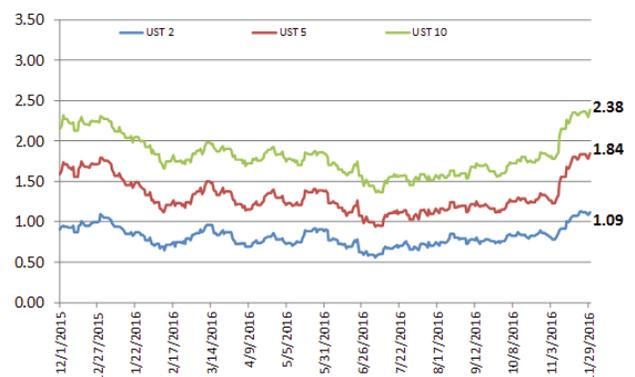
- Un replanteamiento de las relaciones comerciales, especialmente con China y México, basado en una tendencia proteccionista y antiglobalización. De materializarse, podría alterar negativamente las reglas de juego del comercio mundial.
- En los temas económicos internos planea desmontar medidas importantes para la administración saliente, como el sistema de cobertura obligatoria de la asistencia sanitaria.
- Redireccionar el presupuesto federal hacia una expansión de la inversión pública en infraestructura, acompañada de reducciones en los impuestos a los

ingresos corporativos y a las ganancias de capital.

- Un proceso de desregulación, principalmente en el sector financiero y energético.

Los mercados financieros han reaccionado anticipadamente a los anuncios de una política fiscal expansiva. La expectativa de un aumento de la inversión agregada y por consiguiente de la actividad económica, ha generado un aumento de las expectativas de inflación. Lo cual ha repercutido en una subida de aproximadamente 50 puntos básicos en los rendimientos de los bonos del Tesoro Americano a 10 años (UST 10) y un fortalecimiento del dólar. Ver gráfico 1¹

Grafico 1 Estados Unidos: Rendimiento de los bonos del tesoro a 2, 5 y 10 años. Porcentaje anual.



Más allá de las reacciones en los mercados financieros, por el momento no se puede determinar un cambio fundamental en el ambiente macroeconómico global debido al resultado electoral. Los últimos datos macroeconómicos de la economía estadounidense siguen proyectando un

¹ Bloomberg

desempeño positivo del crecimiento del producto interno bruto (PIB) en 2016, aunque con una tenue desaceleración en el primer y segundo trimestre.

En términos generales, es importante prestar atención al proceso de transformación del Donald Trump como candidato al de presidente, y por consiguiente evaluar la agenda de medidas que realmente podrá implementar en su administración, dado que muchas de sus promesas electorales son muy difíciles de implementar si el congreso y el Partido Republicano no le son favorables.

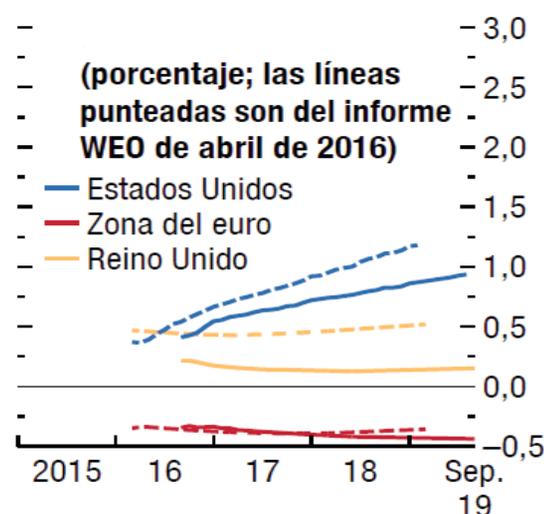
El Fondo Monetario Internacional (FMI) en su reporte de octubre redujo las proyecciones de crecimiento del PIB mundial para el 2016 del 3.2% al 3.1%. Igualmente, para el 2017 el FMI ajustó a la baja su proyección de crecimiento de 3.5% a 3.4%.

El mercado laboral en muchas economías desarrolladas, particularmente en los Estados Unidos, da señales de fortaleza. La actividad económica sigue un proceso gradual de consolidación, aunque de manera moderada y heterogénea. El panorama de las economías de los mercados emergentes es más alentador debido a cierta recuperación en las condiciones macroeconómicas de algunas economías importantes como por ejemplo la rusa y la brasileña, así como por el mejor desempeño de la economía china dentro de su proceso de realineamiento. Así mismo, el incremento en los precios de las materias primas ha jugado un papel importante. Se espera que el precio del petróleo siga repuntando apoyado en el acuerdo alcanzado entre los países que integran la Organización de los Países Exportadores de Petróleo (OPEP) que busca la estabilización del precio del crudo mediante un recorte de la producción.

En términos de la política monetaria el mercado espera que la Reserva Federal (Fed) en su reunión del próximo 14 de diciembre, anuncie una subida de 0.25% de su tasa de

referencia. Esto debido a las mayores expectativas de inflación. Sin embargo, el curso de la política monetaria de la Fed seguirá determinado por: la evolución de la tasa de inflación; la política económica que adopte la nueva administración; el comportamiento de la tasa de cambio; las divergencias en la política monetaria y en las condiciones macroeconómicas de las principales economías avanzadas (ver gráfico 2)²; y el comportamiento de las economías de mercados emergentes.

Gráfico 2 Expectativas sobre la tasa de política monetaria en las principales economías avanzadas. Porcentaje.



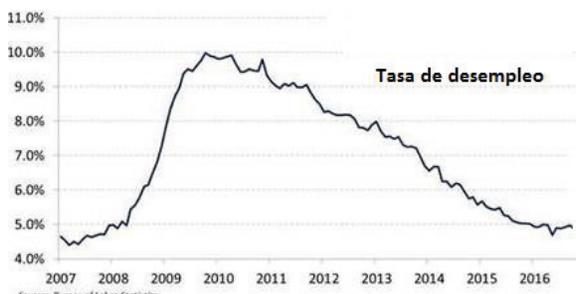
Analicemos ahora el ambiente macroeconómico mundial desde el ángulo de las perspectivas regionales.

La economía estadounidense sigue mostrando señales de fortaleza, aunque experimentó una tenue desaceleración en el primer semestre de 2016. La Oficina de Análisis Económico (BEA) del Departamento de Comercio de los Estados Unidos registró un crecimiento del PIB de 0.8% y 1.4% para el primer y segundo trimestre respectivamente, mientras que en el tercer trimestre el crecimiento del PIB repuntó situándose en 3.2%. En comparación con las proyecciones de abril, el FMI redujo en octubre su estimación del crecimiento real de 2.4% a 1.6% para el

² FMI World Economic Outlook (WEO), October 2016

2016 y de 2.5% a 2.2% para el 2017. El ajuste en las proyecciones se atribuye al retroceso de los inventarios y a la debilidad de la inversión no residencial, sobre todo en el gasto de capital del sector energético, a lo cual se suma la fortaleza del dólar que sigue impactando negativamente la inversión en el sector exportador. El consumo, impulsado por las condiciones favorables en el mercado laboral y financiero, sigue siendo el motor de la economía. Sin embargo y a pesar de que la tasa de desempleo presenta una tendencia decreciente, situándose en 4.6% en noviembre³, la productividad de la mano de obra muestra una tendencia negativa, bajando a una tasa anualizada de 0.6% en el segundo trimestre. El bajo crecimiento de la productividad unido a factores demográficos estructurales como el envejecimiento de la población, están repercutiendo negativamente en las proyecciones acerca del potencial de crecimiento de la economía en el largo plazo.

Grafico 3 Estados Unidos: Tasa de desempleo 2007-2016. Porcentaje.



La actividad económica en la Zona Euro continúa su proceso de recuperación, aunque perdiendo un poco en dinamismo. A pesar de una tendencia positiva y menos fragmentada, se evidencia un aumento de la incertidumbre debido a eventos políticos como el *Brexit* (ver Carta Trimestral anterior) y el voto en contra de los italianos a la reforma constitucional propuesta por el primer ministro Matteo Renzi. El debilitamiento de la demanda agregada y principalmente de la inversión en algunas economías importantes ha sido neutralizado

parcialmente por la política monetaria expansiva del Banco Central Europeo (BCE). El FMI estima para la Zona Euro una tasa de crecimiento de 1.7% para el 2016 y de 1.5% para el 2017. El crecimiento económico seguirá siendo respaldado por la política monetaria expansiva. En su última reunión del 20 de octubre el BCE 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 80 mil millones de euros, continuará vigente hasta finales de marzo del 2017 pudiéndose prolongar de ser necesario. Para la economía alemana se proyecta un buen comportamiento en 2016 gracias al repunte de la demanda interna. El FMI incrementó sus proyecciones de crecimiento en 0.2% para el 2016, respecto al estimado de abril, previendo un crecimiento del 1.7% en 2016, mientras que para el 2017 se estima una tasa de crecimiento más moderada de 1.4%. Para la economía francesa el FMI mantiene estable su predicción de crecimiento del 1.3% para el 2016 y el 2017. El panorama de la economía italiana se verá afectado por el aumento de la incertidumbre política que genera la renuncia del primer ministro Matteo Renzi y por lo tanto del rumbo de las reformas estructurales emprendidas por su administración. Después de formar un nuevo gobierno, las reformas económicas del presidente Mariano Rajoy emprendidas en España deberían consolidarse, favoreciendo el ambiente económico. El FMI proyecta que la economía española siga su buen comportamiento en 2016 con un crecimiento esperado de 3.1%, mientras que se estaría moderando en el 2017, creciendo por encima del promedio europeo a una tasa de 2.2%.

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.

³ Bureau of Labor Statistics, November 29, 2016

Después de la decisión de los británicos de dejar la Unión Europea, se ha generado un ambiente poco propicio para la toma de decisiones de inversión y contratación de las empresas, así como de compra de vivienda. El FMI estima un crecimiento económico de 1.8% en 2016 y de 1.1% en 2017.

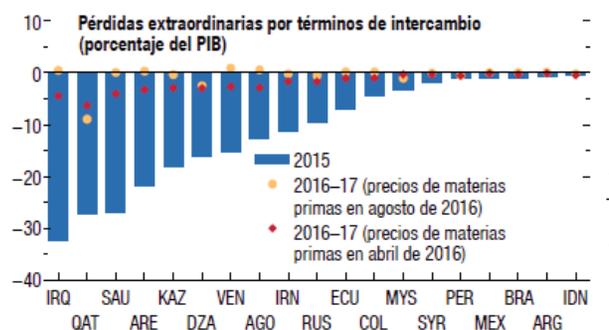
Por otro lado, **para la economía japonesa**, manteniendo una política monetaria y fiscal expansiva, se espera que **continúe con un mediocre crecimiento**. Sin embargo y según el FMI, el débil crecimiento económico proyectado de 0.5% para 2016 y 0.6% para 2017 estaría en línea con su potencial de crecimiento de largo plazo determinado por cambios demográficos estructurales como el envejecimiento de la población. Estas políticas seguirán orientadas a apoyar el consumo privado. El Banco de Japón anunció el 21 de septiembre como nueva meta de política, mantener la tasa de interés de los bonos de gobierno a 10 años en cero y perseguir de manera temporal una meta de inflación mayor a 2%.

El proceso de realineación de la economía china hacia una economía más orientada a la demanda interna y al sector de servicios sigue su rumbo. Gracias al efecto amortiguador derivado de las políticas económicas implementadas, el impacto negativo en la tasa de crecimiento que implica el proceso de transformación, ha sido menor de lo esperado. El FMI proyecta un crecimiento de 6.6% en 2016 y 6.2% en 2017. Sin embargo, las implicaciones que conlleva la transformación de un modelo de crecimiento basado en una economía exportadora a una economía de consumo seguirán acarreando un debilitamiento de la manufactura, de las exportaciones y de la inversión agregada.

La situación económica de las economías de mercados emergentes y en desarrollo viene mejorando gradualmente. El FMI prevé una tasa de crecimiento de 4.2% y 4.6% para el 2016 y el 2017. La estabilización en el precio

de las materias primas ha solventado en parte el deterioro de los términos de intercambio que venían experimentando muchas economías y por consiguientes las implicaciones que esto representa en términos de menores ingresos, depreciación del tipo de cambio e inflación. Ver gráfico cuatro⁴.

Grafico 4 Pérdidas extraordinarias por términos de intercambio. Porcentaje del PIB.



Después de la turbulencia política que llevó a la salida del gobierno de la presidenta Dilma Rousseff y a los escándalos de corrupción en torno a Petrobras, la petrolera estatal, el panorama para la economía brasileña es más alentador. Así mismo, en lo que va del año se ha registrado una recuperación de los mercados de capitales. El FMI estima que en 2017 la economía recuperaría la senda de crecimiento positivo, llegando al 0.5%. Igualmente, el FMI espera que la economía rusa se recupere en el 2017 y crezca a una tasa de 1.1%.

El ambiente macroeconómico en 2017 estará determinado primordialmente por las decisiones de política monetaria y fiscal que se tomen en las principales economías. Posibles aumentos en la tasa de interés en Estados Unidos tendrán impactos sobre la valoración de los activos financieros globales. Es de esperarse que los precios de bonos reaccionen negativamente. Teniendo en cuenta que el crecimiento económico global continúa siendo muy tímido y que no se espera un fuerte crecimiento de las utilidades de las empresas,

⁴ FMI World Economic Outlook (WEO), October 2016

el aumento en los rendimientos podría también 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.

Movimiento en las tasas de interés y su impacto en la valoración de los activos financieros

¿Qué le sucede al portafolio de acciones y de bonos si las tasas de interés suben? ¿conviene mantener bonos con vencimientos de corto o de largo plazo? ¿conviene invertir en acciones? El movimiento de las tasas de interés tiene sin duda un impacto en las inversiones.

Las tasas de interés de corto plazo son influenciadas directamente por la política monetaria de los bancos centrales mediante ajustes de sus tipos de interés objetivos. Las tasas de interés de largo plazo suelen responder a otros factores como el costo de oportunidad de cambiar consumo presente por futuro, las expectativas de inflación y las primas de riesgo, liquidez y madurez.

Para el mercado de acciones, un alza en las tasas de interés referenciales podría no traer un impacto inmediato en las cotizaciones, sin embargo, si lo puede tener a mediano y a largo plazo. A mayores tasas de interés, mayor es el costo financiero tanto para las empresas como para los consumidores, lo cual podría traer una reducción en el consumo y en el crecimiento de las ganancias de las empresas. Igualmente, al descontar los flujos de ingresos futuros de la empresa a una tasa de rendimiento más alta se reduce el valor presente de los mismos y por ende el valor de la compañía lo que se traduciría en un impacto negativo en el precio de las acciones.

El precio de los activos que generan una renta variable como las acciones ordinarias (dividendos) está relacionado de forma ambigua con las tasas de interés. Si el incremento de tasas estuviera reflejando una mayor demanda de crédito producto de la actividad económica, esto tendría efectos positivos sobre la rentabilidad de las empresas y por consiguiente sobre los precios. Si el alza de tasas obedece a un intento de los bancos centrales por desacelerar la economía entonces el efecto sobre los precios de las acciones sería probablemente negativo.

Al cabo de un tiempo, el incremento en los costos de financiamiento encarece los proyectos de inversión, el crédito hipotecario y de consumo, lo cual podría traducirse en una disminución de la demanda agregada que en algún momento afectaría la rentabilidad de los negocios.

Ahora concentremos el análisis en los activos con el impacto más evidente e inmediato. Los activos de renta fija como los bonos

Para comenzar es importante entender el concepto del rendimiento al vencimiento de un bono. Este indicador financiero define la tasa de rentabilidad del título expresada como porcentaje de su precio. A su vez es el factor con el que usualmente se descuentan y se traen a valor presente los flujos futuros de efectivo provenientes del cupón y de los pagos del principal. Igualmente hay que tener en cuenta que este concepto asume que los cupones son reinvertidos al mismo rendimiento al vencimiento.

Entre otros, los rendimientos se ven afectados por condiciones de mercado como:

- El desenvolvimiento de las variables macroeconómicas (crecimiento de la economía, expectativas de inflación, tendencias de las monedas).
- Las decisiones de los Bancos Centrales en cuanto a su política monetaria, en

específico sobre sus tasas de interés objetivo.

- Eventos corporativos como los resultados financieros, la calidad crediticia, las noticias sobre el lanzamiento de un producto, las fusiones, los pronósticos de ventas o los ciclos económicos.
- La liquidez (a mayor liquidez el rendimiento suele ser más bajo comparado con otro de menor liquidez).
- El riesgo político (medido dentro del riesgo soberano).

El precio de mercado de los activos que generan una renta fija como los bonos (cupones) reacciona negativamente ante aumentos en los niveles de tasa de interés.

Si se espera un alza en las tasas de interés, el precio de mercado de los bonos existentes o en circulación en el mercado secundario cae. Se conseguirían rendimientos más altos en el mercado primario (nuevas emisiones) y, por ende, para compensar el precio de mercado de los bonos cae en el mercado secundario, aumentado sus rendimientos al vencimiento. Dicho de otro modo, la tasa de rentabilidad que descuenta los flujos futuros de efectivo que mencionamos al inicio es mayor por lo que el valor presente resultante es menor.

Sin embargo, el aumento en las tasas de interés conlleva también un efecto positivo ya que los flujos de caja futuros (cupones y vencimientos) podrán ser reinvertidos a tasas de rendimiento mayores.

Por otro lado, ante una reducción en las tasas de interés, las cotizaciones de los bonos suben. Al conseguirse rendimientos más bajos en el mercado primario comparados con los de los bonos en el mercado secundario, el precio de mercado de los últimos sube. Visto de otra forma, el valor actual o precio de mercado aumenta ya que los flujos de efectivo pueden

ser descontados y traídos a valor presente a una tasa menor.

Ante los movimientos o ciclos de tasas de interés, resulta apropiado revisar el plazo promedio de vencimiento de su portafolio de bonos. Expliquemos con un ejemplo práctico el impacto en el precio de un bono ante un alza de las tasas de interés en relación al plazo promedio de vencimiento. Tomemos un bono de 30 años de vencimiento, 5% de rendimiento anual, 5% de cupón anual con pago semestral y un precio de mercado del 100%. Supongamos que el mercado de bonos anticipa un alza en las tasas de interés de 100 puntos básicos; es decir, el rendimiento anual pasa de 5% a 6%, entonces el nuevo precio de mercado resulta en 86.2%; es decir, una caída del -13.8% en el precio. Por otro lado, si el mismo bono tiene un vencimiento de 3 años, el precio resultante es de 97,3%; es decir, una caída de -2.7%. En este ejemplo se explica cómo el plazo del vencimiento promedio del bono es fundamental ante un escenario de alzas de tasas de interés.

Por el contrario, ante una caída de las tasas de interés de 100 puntos básicos, el efecto es aproximadamente el inverso. El mismo bono de largo plazo utilizado en el ejemplo anterior se apreciaría en un +17.3% hasta un precio de 117.3%, mientras que en el de 3 años el precio subiría +2.8% hasta 102.8%. Los valores de referencia no son exactamente a la inversa debido a otros factores que influyen en los bonos, como la convexidad (a mayor convexidad menor impacto en el alza de tasas de interés).

¿Qué hacer frente al riesgo de subida de las tasas de interés?

Existen estrategias a considerar para mitigar el riesgo de mercado ante un escenario de alza en las tasas de interés tales como la de incorporar títulos de cupón variable (a mayor tasa de interés mayor es el cupón por lo que minimizaría la caída en el precio de mercado).

Abstrayendo otros factores de riesgo también es deseable adquirir bonos con un cupón alto ya que el precio de estos es menos sensible ante cambios en la tasa de interés. Igualmente, es importante invertir en una cartera diversificada, estructurar de forma escalonada los vencimientos y no comprometer el capital a muy largo plazo.

Ante un escenario de aumentos de tasas de interés, lo ideal es estar en títulos de corto plazo, mientras el vencimiento promedio sea menor, también será más baja la caída en precio. Por el contrario, frente a un escenario de tasas de interés a la baja, lo mejor es alargar el plazo promedio de vencimiento de los bonos para obtener ventaja de ganancias de capital debido a una mejora en las cotizaciones. Si el inversionista mantiene una posición en su portafolio de bonos de muy largo plazo ante un escenario de tasas al alza, la caída en los precios podría ser significativa.

A raíz de las expectativas de inflación en la economía norteamericana, el mercado de bonos está anticipando mayores tasas de interés. Hasta el momento en que se redacta este artículo el rendimiento del bono del tesoro a 10 años mostraba una tendencia al alza. A finales de noviembre se reflejó un incremento importante en el rendimiento. Ver gráfico 1.

Igualmente, los contratos de futuros de tasas de interés referenciales pronostican en más de un 95% de probabilidad un nuevo aumento del tipo de interés objetivo en diciembre 2016 de 25 puntos básicos por parte de la Fed. Para el 2017 el mercado espera incrementos adicionales en las tasas.

Ante el actual ciclo de tasas en Estado Unidos los precios de los activos de renta fija denominados en USD han caído. En lo que va del cuarto trimestre de 2016, los rendimientos de los bonos del Tesoro de EE. UU de 2 años han subido aproximadamente 35 puntos básicos mientras que los de 30 años lo han hecho alrededor de 78 puntos básicos.

Usualmente con un escenario de mayor inflación, la curva de rendimientos (gráfico donde se ubica el rendimiento de cada bono versus el plazo o vencimiento) se empina; es decir, los rendimientos de los bonos de largo plazo suelen reflejar rendimientos más altos en proporción a los de corto plazo, esto significa que el impacto en el precio sería aún más fuerte para los títulos de largo plazo. Ver gráfico 5⁵. Si se mantiene la tendencia de alza en los rendimientos en el 2017, se espera una mayor depreciación en el mercado de bonos.

Gráfico 5 Estados Unidos: Curva de rendimientos de los bonos del tesoro. Plazo: 1 mes hasta 30 años. Variación último Trimestre. Porcentaje.



La estrategia a seguir consiste en revisar la composición actual de su portafolio y analizar el plazo promedio para disminuirlo, tratando en lo posible de reducir la exposición a los bonos de largo plazo y sustituirlos por los de más corto plazo. Adicionalmente, es importante cuidar y estar vigilante de la calidad crediticia del emisor.

Mercantil Bank (Schweiz) AG cuenta con productos ideales para ser incorporados en su estrategia de inversión ante el escenario de rendimientos al alza. Nuestros mandatos discretivos de portafolios de fondos mutuales (en acciones y bonos) posicionados acorde a la expectativa de los mercados, así como los Portafolios de Renta Fija (PRF) con vencimiento de 2-5 años (corto plazo) y de 5-10 años (mediano plazo) serían una opción a considerar. Invirtiendo en los dos PRF antes

⁵ Bloomberg

mencionados se lograría una estructura de vencimientos apropiadamente distribuida que permitiría diversificar el riesgo de los plazos de vencimiento. Para aquellos que deseen incrementar su apetito de riesgo y apuestan a un menor incremento de los rendimientos, incorporar una porción del PRF de 8-12 años puede ser conveniente. Sin embargo, como lo hemos mencionado en este artículo, agregar bonos con estos plazos le imputará más volatilidad al portafolio.

Portafolios de Renta Fija con Apalancamiento (PRF 1.5X)

El PRF 1.5X se basa en un Portafolio de Renta Fija (PRF 8-12) bajo nuestros servicios de manejo discrecional de portafolios

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 PRF 8-12 distribuye los fondos equilibradamente en bonos que vencen dentro de un plazo de 8 a 12 años

Aprovechando la curva de rendimientos empinada con rendimientos en la parte larga más altos en proporción a los de corto plazo, así como la elegibilidad de los componentes de este portafolio para respaldar créditos, hemos combinado una línea de crédito hasta por un valor de 50% de la inversión inicial⁶ para permitirle aumentar su exposición a esta estrategia (PRF 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. La tasa de interés será actualizada cada seis meses.

⁶ Aplican restricciones de monto máximo inicial y sobre la vida del préstamo.

La estrategia le permitirá potencializar el flujo de caja por concepto de los cupones. Igualmente y siempre y cuando el costo de la deuda sea inferior al rendimiento esperado del portafolio, el uso de apalancamiento permitiría aumentar la rentabilidad del capital.

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 encuentran la posibilidad de incrementar el flujo de caja generado por PRF 8-12 ya que recibirá el pago de cupones por concepto de los bonos comprados con la financiación.

Es de notar que la línea de crédito no se encuentra comprometida y su repago podría ser exigido a solicitud del banco

La inversión mínima inicial para acceder a este producto se ha fijado en USD 300,000 y los retiros parciales de capital requieren reducción proporcional del apalancamiento.

Las tasas Libor actuales se encuentran todavía relativamente bajas y por siguiente el costo del financiamiento sigue estando por debajo al rendimiento esperado del PRF 8-12. 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 personalizadas⁷.
- 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.

¿Planea mudarse a los EE.UU.?

Por favor recuerde informarnos oportunamente si alguno de los titulares piensa mudarse a los EE.UU. Una vez obtengan estatus de estadounidenses para efectos fiscales en ese país (incluyendo ciudadanía o residencia), comenzarán a aplicar requerimientos adicionales de información y ciertas restricciones.

Anuncios

- Hemos ajustado nuestras tarifas y comisiones por servicios bancarios y de inversión. Las nuevas tarifas y comisiones entran en vigencia a partir del 1 de Enero de 2017. Las mismas fueron enviadas a su email seguro a finales de noviembre.
- ¡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.
- Con el objetivo de brindarle una mejor atención, hemos hecho algunos cambios en la asignación de las cuentas. Por ello, su asesor podría haber cambiado. Si todavía no lo ha hecho, muy pronto su nuevo asesor se estará poniendo en contacto con usted.
- Desde el pasado 25 de Octubre nuestra diferencia horaria con Venezuela es 5 horas.
- Nuestro nuevo horario de atención:
Lunes a viernes hasta las 6:00 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

contactos@mercantilsuiza.com
www.mercantilbanksuiza.com

⁷ 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 (próximos a lanzarse) y Manejo de Portafolios para contar con recomendaciones y monitoreo.

Número 12

- Perspectivas Económicas (pág. 1)
- Inversiones Apalancadas (pág. 4)
- Productos (pág. 6)
- Anuncios (pág. 7)

CARTA TRIMESTRAL

Zúrich, 29 de Julio 2016

N°12

En este número

- Perspectivas Económicas (pág. 1)
- Inversiones Apalancadas (pág. 4)
- Productos (pág. 6)
- Anuncios (pág. 7)

Perspectivas Económicas

La evolución de los mercados financieros se ha visto perturbada por la incertidumbre derivada del *brexit*, el evento político que determinó la salida del Reino Unido de la Unión Europea. La decisión de los votantes del Reino Unido fue una sorpresa para los mercados financieros. Previo al referéndum al que fue sometida esta decisión, el Fondo Monetario Internacional (FMI) proyectaba un panorama económico global más alentador y los mercados financieros se comportaban con cierta normalidad. El precio del petróleo mostraba una recuperación, los rendimientos de la deuda de los países exportadores venían ajustándose a la baja, los rendimientos de los activos de bajo riesgo habían caído y la volatilidad en el mercado de acciones era baja. El resultado de esta votación y por consiguiente el aumento de la incertidumbre en los mercados financieros llevó a que el FMI ajustara a la baja sus proyecciones macroeconómicas. Con respecto a lo proyectado en abril, el FMI en su reporte de julio redujo las proyecciones de crecimiento del producto interno bruto (PIB) mundial para el 2016 del 3.2% al 3.1% y para el 2017 de 3.5% a 3.4%. Aunque el desenvolvimiento de las negociaciones que redefinirán la relación entre el Reino Unido y la Unión Europea sigue siendo el gran interrogante, el FMI espera que

el *brexit* afecte principalmente a la economía británica y a algunas economías europeas. El efecto en otros mercados importantes como Estados Unidos, China o Japón debería ser menor.

Sin embargo, el ambiente macroeconómico está siendo determinado por factores más estructurales. Algunos economistas argumentan que las economías avanzadas (EA) podrían encontrarse en un periodo que denominan de estancamiento secular. El cual se caracteriza por la prolongación de un largo periodo de débil crecimiento y baja inflación, acompañado de bajos niveles de inversión y una creciente propensión a ahorrar. Niveles de ahorro alto frenan la demanda, apacigua el consumo y el crecimiento.

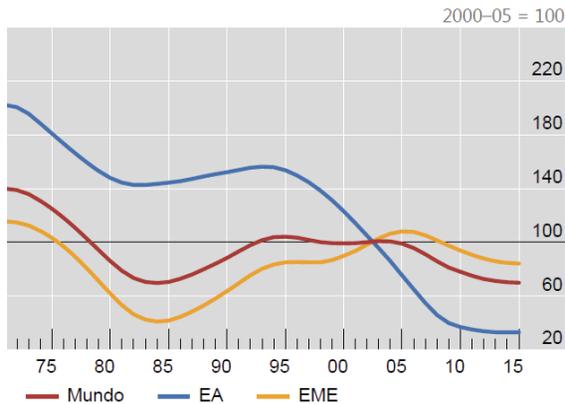
El Banco de Pagos Internacionales (BPI), mejor conocido como el banco de los bancos centrales, en su reporte de junio señala que la evolución de unos indicadores económicos podría estar perturbando el rumbo de la economía global.

- Primero, un inusual bajo crecimiento de la productividad laboral, lo cual a su vez perturba las expectativas de un futuro mejoramiento de los estándares de vida.
- Segundo, niveles históricamente altos de endeudamiento, que representan riesgos para la estabilidad financiera.
- Tercero, un reducido margen de maniobra de la política macroeconómica.

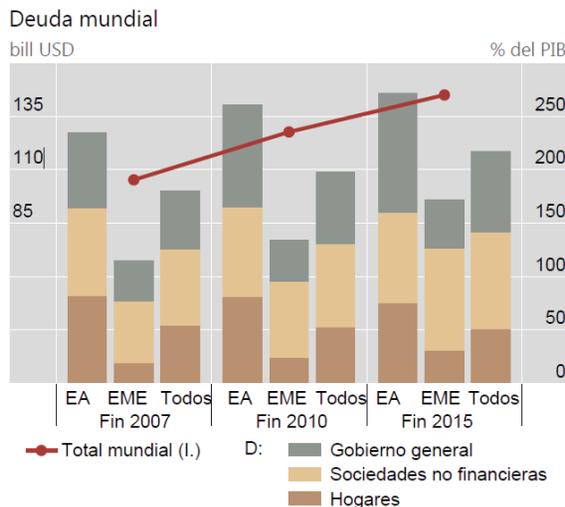
Miremos estos puntos con más detalle: Actualmente se observan comportamientos divergentes en variables macroeconómicas como el empleo y el crecimiento del PIB.

Mientras las tasas de empleo siguen mejorando en las economías avanzadas, principalmente en Estados Unidos, el crecimiento del PIB sigue siendo modesto. Lo cual se convierte en un indicador de que el crecimiento de la productividad laboral continúa en un nivel bajo. Ver gráfico a continuación¹

Crecimiento de la productividad laboral¹



De otra parte, la participación de la deuda sobre el PIB continúa creciendo. Aunque en la mayoría de las economías avanzadas se ha visto un proceso de desapalancamiento del sector privado, el endeudamiento del sector público se mantiene alto. Esta situación no ha permitido un ajuste de los niveles de endeudamiento en la economía global. Ver gráfico a continuación²



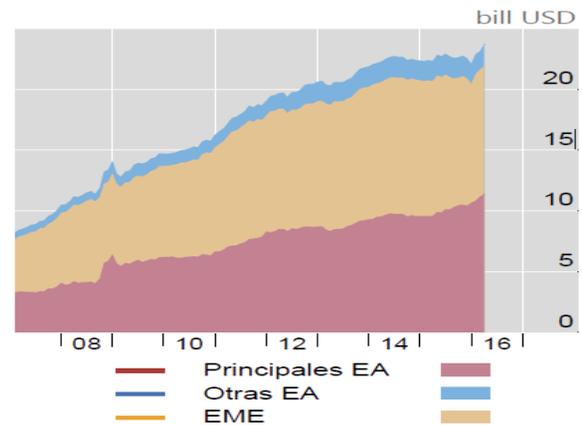
¹ Bank for International Settlement Annual Report, 2016

² Bank for International Settlement Annual Report, 2016

A pesar de que el nivel de capitalización de los bancos de las economías avanzadas ha mejorado sustancialmente, el sistema financiero sigue evidenciando limitantes en la generación de crédito y por consiguiente en la transmisión de la política monetaria. Es de notar que el nivel de créditos morosos permanece muy alto en algunas economías, por ejemplo, en países de la zona del euro como Italia y España. Adicionalmente la rentabilidad del sector financiero se ha visto afectada por las bajas tasas de interés. Fitch, una agencia de calificación crediticia, calcula que en la actualidad existen USD 11.7 millones de millones de deuda soberana que se están tranzando con rendimientos negativos.

A pesar de que los bancos centrales de las principales economías avanzadas han expandido sus balances en aproximadamente USD 5 millones de millones desde el 2009³, el crecimiento de la economía mundial sigue siendo desigual e inestable.

Activos totales de bancos centrales



Si bien los bancos centrales de las economías avanzadas han inyectado grandes dosis de liquidez en la economía a través de sus programas de flexibilización cuantitativa, parece que esta liquidez no está siendo transmitida en su totalidad a la economía real. En muchos casos esta liquidez se estaría parcialmente devolviendo a los bancos centrales a través de los depósitos de los

³ Bank for International Settlement Annual Report, 2016

bancos comerciales. Un ejemplo de esto es el caso suizo donde los depósitos de los bancos comerciales con su banco central han aumentado de CHF 74 mil millones en 2011 a alrededor de CHF 488 mil millones en 2016.

De acuerdo con la teoría económica, si la cantidad de dinero aumenta en una proporción mayor que el aumento en la cantidad de bienes y servicios en la economía real, el nivel de precios debería subir. Sin embargo, en las principales economías avanzadas las presiones inflacionarias continúan ausentes. Por lo cual surge el interrogante acerca de la efectividad de la política monetaria y por consiguiente de su capacidad de maniobra en caso de una nueva crisis. Algunos economistas argumentan que la política monetaria expansiva de cero tasas de interés genera desbalances macroeconómicos (por ejemplo el aumento del endeudamiento en dólares americanos de las empresas de las economías de los mercados emergentes (EME)) y causa distorsiones en el mecanismo de precios de los activos financieros (por ejemplo desencadenando episodios especulativos y burbujas financieras)

Analicemos ahora el ambiente macroeconómico actual desde las perspectivas regionales

Aunque **la economía estadounidense** continúa por el sendero de la recuperación económica, el crecimiento registrado para el primer trimestre del 2016 de 1.1% no cumplió con las expectativas de principio de año. En comparación con las proyecciones de abril, el FMI redujo en junio su estimación del crecimiento real de 1.9% a 1.8% para el 2016 y de 2% a 1.8% para el 2017. El ajuste en las proyecciones se sigue atribuyendo a los efectos negativos en el sector manufacturero derivados de la fortaleza del dólar y al retroceso de la inversión, sobre todo en el sector energético. De otra parte el mercado inmobiliario y el consumo de los hogares se han visto estimulados por las mejores

condiciones en el mercado laboral y financiero. La tasa de desempleo continua mostrando una tendencia decreciente, situándose en 4.7% en mayo. La generación de nuevos empleos sigue sin repercutir en un aumento sustancial de los salarios nominales y por consiguiente sin crear presiones inflacionarias significativas. En su comunicado de julio la Reserva Federal (Fed) mantuvo un lenguaje cauteloso en cuanto a posibles aumentos de tasas. La evolución de la tasa de inflación, actualmente por debajo de su nivel objetivo, el comportamiento de la tasa de cambio y de los factores externos determinarán el rumbo a mediano plazo de la política monetaria americana.

El crecimiento económico en la zona del euro se encuentra menos fragmentado y consolida una tendencia positiva. En el primer trimestre la economía de la zona creció a una tasa de 2.2%, la cual fue mejor de lo esperado. La demanda agregada sigue siendo el motor de la economía. El repunte del consumo privado y de la inversión, unido a una política monetaria expansiva, han servido de contrapeso a los problemas que se siguen evidenciando en el sector financiero. En su última reunión el Banco Central Europeo (BCE) decidió mantener la tasa de depósitos a un nivel negativo de -0.40% y confirmó que de ser necesario prolongaría su programa de flexibilización cuantitativa (QE), el cual incluye la compra de bonos corporativos en el mercado secundario. El FMI estima para la zona euro una tasa de crecimiento de 1.6% y 1.4% para el 2016 y el 2017 respectivamente. La dinámica del crecimiento económico podrá verse influenciada por los efectos negativos derivados de la incertidumbre que genera el *brexit*.

El panorama económico del Reino Unido estará determinado por el rumbo de las negociaciones que definirán las nuevas relaciones políticas y económicas entre el Reino Unido y la Unión Europea. El ambiente económico actual de desconfianza no es

propicio para la toma de decisiones de inversión de largo plazo. En este contexto el FMI redujo su estimado de crecimiento económico de 1.9% a 1.7% en 2016 y de 2.2% a 1.3% en 2017.

La economía japonesa no acaba de alzar vuelo a pesar de un crecimiento mejor de lo esperado en el primer trimestre. Los efectos del estímulo de la política monetaria y del retraso del aumento del impuesto al consumo, han sido parcialmente opacados por la apreciación del yen. El FMI proyecta un crecimiento de apenas 0.3% en 2016 y 0.1% en 2017.

A pesar de que el proceso de desaceleración de la economía china sigue en curso, la actividad económica se ha visto favorecida por la implementación de medidas expansivas de política fiscal y monetaria. Por una parte se ha incrementado la inversión en infraestructura y por otra se ha bajado la tasa de interés de referencia. El FMI proyecta un crecimiento de 6.6% en 2016 y 6.2% en 2017. Sin embargo, el proceso de transformación de una economía exportadora a una economía de consumo seguirá implicando un debilitamiento de la manufactura, de las exportaciones y de la inversión agregada, particularmente en el sector de la construcción.

La estabilización del precio de las materias primas, principalmente el repunte del precio del petróleo, así como la expectativa de que la normalización de la política monetaria estadounidense se lleve a cabo de una forma más gradual de lo esperado, han contribuido a una cierta recuperación de la **situación de algunas economías de mercados emergentes** como Brasil y Rusia. El FMI estima que el crecimiento de la economía brasileña se estará situando en un nivel negativo de -3.5% en 2016 y de 0.5% en 2017. Mientras que para la economía rusa se proyecta un crecimiento negativo de -1.2% para el 2016 y de 1.0% para el 2017.

La evolución de la economía en 2016 seguirá marcada por la incremento en la incertidumbre en los mercados financieros, así como por las dinámicas que se desarrollen en el ambiente macroeconómico y en especial por las decisiones de política monetaria y fiscal que se tomen en las principales economías. Por lo tanto, como lo hemos venido indicando en esta carta trimestral, sigue siendo importante que el inversionista se mantenga vigilante y siga una estrategia de inversión diversificada.

Inversiones Apalancadas

Una estrategia de inversión bastante común pero no por ello suficientemente comprendida es el uso de deuda o apalancamiento financiero para aumentar el tamaño y potenciar la rentabilidad de una inversión.

El ejemplo más común de apalancamiento financiero es el uso de un préstamo hipotecario para complementar el capital y financiar la compra de una propiedad. Si bien la hipoteca tendrá un costo en intereses e incluso algunos gastos, el tamaño de la inversión inmobiliaria puede llegar a ser bastante mayor al capital que ha puesto el inversionista. Por ejemplo una apreciación de un 10% en el valor de la propiedad representará una ganancia porcentualmente mucho mayor sobre el valor del capital invertido. Lo contrario también será cierto al momento de enfrentar caídas de valor pues las pérdidas se verán multiplicadas cuando se las compara con el valor de la inversión.

En esencia, siempre y cuando las ganancias (rentas y aumento de valor) sean superiores a las pérdidas (intereses, gastos y pérdida de valor), la rentabilidad de una inversión apalancada será superior. Las deudas usualmente conllevan pagos de intereses y por ello no deben asumirse a menos que exista una expectativa razonable que la combinación de ingresos y aumento de valor van a ser suficientes como para cubrirlos. Otro elemento a tener en cuenta es la existencia de flujos de

caja o reservas suficientes como para enfrentar los pagos de intereses (usualmente mensuales), pues de nada serviría esperar una futura ganancia de capital si no ha sido posible cumplir con los gastos de intereses.

Si bien el ejemplo inmobiliario nos ayuda a entender el concepto, en el marco de las inversiones en activos financiero el uso del apalancamiento se encuentra bastante difundido.

Como ya se discutió en nuestro número anterior, los instrumentos derivados como Forwards y Futuros conllevan apalancamiento financiero debido a que la garantía requerida es tan solo un porcentaje pequeño del valor del contrato. Algo similar ocurre con las opciones, donde el precio de compra (prima) es una fracción del valor del contrato. En todos estos casos el compromiso inicial es mucho menor que el valor de los contratos y, por ello, cualquier cambio en el valor de los mismos representará un porcentaje mayor del valor de la inversión o compromiso inicial.

Otro ejemplo de inversión apalancada se discutió en nuestro número 8, publicado en Mayo 2015. En aquella oportunidad se mencionó cómo se podía utilizar apalancamiento para invertir un 50% adicional en un Portafolio Moderado, es decir, en una mezcla de activos compuesta por 80% bonos y 20% acciones. La inversión en este producto podría tener sentido siempre y cuando la expectativa de rendimiento total neto de gastos y comisiones fuera superior al costo de la deuda incurrida.

En esta oportunidad queremos mencionar la posibilidad de ejecutar una inversión apalancada en un portafolio de renta fija. El ambiente actual de tasas de interés súper bajas y negativas en algunos casos pareciera extenderse debido a la situación de debilidad económica global, la cual ha sido reforzada con la decisión del Reino Unido de retirarse de la Unión Europea. En este contexto, todavía es posible tomar fondos prestados a una tasa

variable que pudiera ser inferior al rendimiento esperado de un portafolio de bonos de grado de inversión y un nivel apropiado de diversificación. Es relevante recordar que una cantidad suficiente de los activos del portafolio de inversión deberán ser elegibles como garantía para poder obtener un préstamo por el monto requerido.

Para este tipo de estrategia recomendamos asumir un apalancamiento no mayor al 50%, es decir, obtener un préstamo por 50% del valor del capital invertido para así poder comprar un portafolio que represente 150% de dicho valor. Este nivel de apalancamiento pudiera permitir incrementar el rendimiento total de forma apreciable. Por lo general no recomendamos tomar préstamos por un valor relativo mucho mayor debido al incremento en la volatilidad y a la posibilidad de tener que liquidar parte del portafolio si la elegibilidad de los activos cambiara debido a eventos de crédito o en el caso que hubiera movimientos adversos de precios que impacten negativamente a la inversión como garantía

Invertir utilizando apalancamiento incrementa la magnitud de las fluctuaciones del valor de mercado del portafolio. Este nivel de volatilidad puede conllevar a preocupación e intranquilidad en los inversionistas. Obviamente, una pérdida de valor permanente en el portafolio de inversión puede ocasionar una pérdida superior a la que se hubiera realizado de no haber tomado deuda. Por lo cual no todos los inversionistas son elegibles de apalancar sus portafolios de inversión.

Los portafolios de inversión apalancados responden a oportunidades de mercado que pudieran no perdurar y requieren del suficiente nivel de conocimiento, tolerancia y capacidad de asumir riesgos por parte del inversionista. Los portafolios apalancados requieren de un seguimiento relativamente continuo por parte del inversionista.

Si estuviera interesado en saber más, sugerimos preguntarle a su Gerente de

Relación acerca de las posibilidades de realizar inversiones apalancadas.

Productos

Muy pronto estaremos lanzando un nuevo servicio de inversión asesorada (Asesoría No Discrecional de Administración de Activos). 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 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, y el Perfil del Portafolio, lo que nos permite 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 violen los parámetros de diseño.

Los parámetros de diseño establecen porcentajes máximos de exposición dependiendo de las características de los distintos componentes y cierto nivel de diversificación. Los parámetros de diseño buscan controlar riesgos y aumentar 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 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 violación de parámetros de diseño, 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 los Portafolios Discrecionales.

Si tiene interés en colocar parte de patrimonio en nuestros servicios de Asesoría No Discrecional lo invitamos a conversar con su Gerente de Relación.

Intercambio automático de información (AEI por sus siglas en inglés)

El intercambio automático de información en materia fiscal (AEI por sus siglas en inglés) es una nueva regulación de carácter global y de obligatorio cumplimiento cuyo propósito es combatir la evasión fiscal y otros abusos relacionados.

Al día de hoy, Suiza ha firmado este tipo de acuerdos con la Unión Europea (incluyendo los 28 estados miembros de la UE), Australia, Japón, Canadá, Noruega, Guernsey, Jersey, Isla de Man, Islandia y Corea del Sur. La AEI supone la entrega automática por parte de Suiza a las autoridades fiscales de las jurisdicciones mencionadas de la información personal y de los activos o flujos de ingresos recibidos o poseídos por residentes de los países citados, en cuentas bancarias en Suiza.

Si usted reside en alguno de los países miembros de la Unión Europea o Australia tenga en cuenta que sus datos podrían empezar a ser recolectados a partir del 1 de enero de 2017 para ser transmitidos a partir del 1 de enero de 2018.

Si requiere más información le sugerimos contactar a un experto en temas fiscales en su país de residencia.

Igualmente su ejecutivo de relación queda a su disposición para cualquier duda o pregunta.

Anuncios

- Les recordamos que a través de empresas afiliadas contamos con una línea muy completa de **productos fiduciarios**. Los fideicomisos y estructuras similares permiten agregar un nivel adicional de confidencialidad así como establecer reglas de administración y distribución que le permitirán manejar su patrimonio de forma más segura y efectiva, por ejemplo aquellos del tipo sucesoral. Si tiene interés en conocer más acerca de los **fideicomisos** por favor no dude en preguntarnos.
- ¡Suiza en verano con un clima espectacular! Existe una diversidad de paseos en ríos y lagos que son perfectos para disfrutarlos durante esta temporada. Cuando pase por Zúrich no dude en visitarnos, ¡estaremos muy complacidos de recibirlos!
- Desde el pasado 08 de Mayo nuestra diferencia horaria con Venezuela es +6 horas. (antes + 6 horas y 30 minutos).

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

Número 11

- Perspectivas Económicas (pág. 1)
- Mercados de Monedas (pág. 4)
- Productos (pág. 7)
- Anuncios (pág. 8)

CARTA TRIMESTRAL

Zúrich, 30 de Marzo 2016

N°11

En este número

- Perspectivas Económicas (pág. 1)
- Mercados de Monedas (pág. 4)
- Productos (pág. 7)
- Anuncios (pág. 8)

Perspectivas Económicas

Como ya hemos venido tematizando en nuestra Carta Trimestral, el desempeño de la economía global en 2016 estará marcado principalmente por los cuatro factores que analizaremos a continuación.

- Primero, la debilidad de las economías emergentes, principalmente la desaceleración de la economía china debido al proceso de rebalanceo desde los sectores manufactura y construcción hacia consumo y servicios.
- Segundo, la tendencia negativa en el precio de las materias primas y su impacto en los países productores y en las empresas de ese sector.
- Tercero, las divergencias en la política monetaria global y sus consecuencias en los tipos de cambio. Por un lado, un proceso gradual de normalización de la política monetaria en Estados Unidos e Inglaterra. Y por otra parte, bancos centrales como, el europeo, el japonés, el suizo, pasando al inusual territorio de las tasas de interés negativas.
- Cuarto, el aumento de la incertidumbre, reflejada en una mayor volatilidad en el mercado de capitales.

El primer trimestre del año ha mostrado un repunte en el precio de las materias primas y

una Reserva Federal (Fed) más cautelosa en cuanto al ritmo al que se llevará a cabo el repliegue de las condiciones monetarias.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) en su reporte de enero redujo las proyecciones de crecimiento del producto interno bruto (PIB) mundial para el 2016 del 3.6% al 3.4%. Igualmente, para el 2017 el FMI ajustó a la baja su proyección de crecimiento de 3.8% a 3.6%.

Las condiciones en el mercado laboral de muchas economías desarrolladas dan señales de fortaleza y la actividad económica ha continuado recuperándose, aunque de manera moderada y heterogénea. Sin embargo, el panorama de la economía mundial sigue perturbado por la incertidumbre generada por la debilidad de las economías de los mercados emergentes. Teniendo en cuenta que estas economías representan cerca de un 40% del PIB mundial, su recuperación se convierte en un factor clave para el crecimiento mundial.

Analicemos ahora el ambiente macroeconómico actual desde la óptica de las perspectivas regionales.

La economía estadounidense sigue mostrando señales de fortaleza con un crecimiento que ronda el 2.5% en 2015. En comparación con las proyecciones de octubre, el FMI redujo en enero su estimación del crecimiento real de 2.8% a 2.6% para el 2016 y el 2017. El ajuste en las proyecciones se atribuye al retroceso de los inventarios y a la disminución en la inversión privada, sobre todo en el sector minero, a lo cual se suma la fortaleza del dólar que impacta negativamente la actividad manufacturera. Con una tasa de crecimiento de 3%, el consumo sigue siendo el

motor de la economía. Este se ha visto estimulado gracias a las mejores condiciones en el mercado laboral y financiero, los efectos positivos de los bajos precios del petróleo en el ingreso real de los hogares y el mejor desempeño del mercado inmobiliario. La tasa de desempleo muestra una tendencia decreciente, situándose en 4.9% en febrero, lo que representa un nivel cercano al de antes de la crisis. Hasta el momento la generación de nuevos empleos no ha repercutido en un aumento sustancial de los salarios nominales y por consiguiente ha creado pocas presiones inflacionarias. A pesar de que la Fed incrementó la tasa de interés en diciembre en 0.25%, en su comunicado de marzo dejó en claro que los aumentos futuros de tasa serán graduales y que los mismos seguirán dependiendo 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 el comportamiento de la economía china.

La actividad económica en la zona del euro continúa con una tendencia positiva y menos fragmentada. La reactivación de la demanda agregada y principalmente el repunte del consumo privado, unido a la política monetaria expansiva, han neutralizado el mediocre desempeño de la exportaciones y por consiguiente han impulsado el crecimiento económico. El FMI estima para la zona euro una tasa de crecimiento de 1.7% para el 2016 y el 2017. La dinámica del crecimiento económico seguirá determinada por los efectos positivos de la política monetaria y el mejoramiento de las condiciones financieras. En su última reunión el Banco Central Europeo (BCE) decidió ampliar su programa de flexibilización cuantitativa (QE), aumentando la compra mensual de activos hasta 80 mil millones de euros y haciendo extensivas sus compras a bonos de deuda corporativa. Así mismo redujo la tasa de depósitos en 0.10% para alcanzar un nivel negativo de -0.40%. La economía alemana estaría acelerándose en 2016 gracias al repunte de la demanda interna.

El FMI prevé que el crecimiento estaría a un nivel del 1.7% en 2016 y 2017. A pesar de que la economía francesa sigue dando señales de reactivación, el FMI redujo su predicción de crecimiento para el 2016 del 1.5% al 1.3% y para el 2017 del 1.6% al 1.5%. La economía italiana seguirá recogiendo el fruto de las reformas estructurales, creciendo a una tasa de 1.3% en 2016 y 1.2% en 2017. A pesar de la incertidumbre política que se está viviendo en España debido a la ausencia de acuerdo que permita la creación de un nuevo gobierno, y asumiendo la continuidad de las reformas económicas, el FMI proyecta que la economía española seguirá marcando un acento positivo en 2016 y en 2017 con un crecimiento esperado de 2.7% y 2.3% respectivamente.

El panorama económico del Reino Unido sigue marcado por el referendo, acerca de la permanencia del Reino Unido en la Unión Europea, que se llevará a cabo en junio. La posibilidad de un *Brexit* ha generado un ambiente de incertidumbre que no es propicio para la toma de decisiones de inversión de largo plazo. En este contexto el FMI estima un crecimiento económico de 2.2% en 2016 y 2017 basado en el buen desempeño del mercado laboral y del consumo privado.

La economía japonesa no acaba de alzar vuelo. No obstante una política monetaria y fiscal expansiva, el crecimiento económico del segundo y tercer trimestre del 2015 fue negativo. Sin embargo, el FMI proyecta un repunte del crecimiento en 2016, con un estimado de 1%, mientras que para el 2017 la economía se estaría desacelerando nuevamente y creciendo a una tasa de 0.3%. Mientras la inversión privada sigue decepcionando, se observa un buen desempeño de las exportaciones y un repunte del consumo, el cual sigue beneficiándose de un mercado laboral saludable.

El proceso de desaceleración de la economía china sigue en curso. La inversión agregada continúa creciendo a una tasa más

baja pero en línea con el realineamiento de la economía. El FMI proyecta un crecimiento de 6.3% en 2016 y 6% en 2017. El proceso de transformación de una economía exportadora a una economía de consumo seguirá implicando un debilitamiento de la manufactura, de las exportaciones y de la inversión agregada, particularmente en el sector de la construcción, acompañado de un efecto amortiguador derivado de un fortalecimiento del consumo interno, de un mercado laboral sólido y de un crecimiento del ingreso de los hogares.

Aunque se vislumbra **una mejora gradual de la situación económica de los mercados emergentes**, se prevé que su recuperación pueda tardar hasta el 2017. Vale la pena aclarar que el comportamiento de estas economías y su vulnerabilidad a *shocks* externos no es homogéneo. Brasil sigue en medio de una fuerte inestabilidad política. A finales de marzo el partido de la coalición, Partido de Movimiento Democrático de Brasil (PMDB), decidió retirarle el apoyo a la presidenta Dilma Rousseff y abandonar el gobierno. En lo que va del año se ha registrado una recuperación de los mercados de capitales. Sin embargo, en el ámbito económico Brasil sigue presentando presiones inflacionarias y su moneda ha sufrido una fuerte devaluación. El FMI estima que el crecimiento en 2016 se estará situando en un nivel negativo de -3.5%. Mientras tanto la India continuará con un crecimiento robusto. El FMI estima que la economía de la India crecerá a una tasa de 7.5% en 2016.

Las divergencias en la política monetaria global y las consecuencias de tener tasas de interés negativas

La política monetaria se refiere a la acción de los bancos centrales que busca afectar la cantidad de dinero y crédito en la economía y por ende influenciar la actividad económica. Los instrumentos de política monetaria más comunes son la tasa de interés de referencia y

las operaciones de mercado abierto, donde los bancos centrales compran activos financieros aumentando la cantidad de dinero. El objetivo primordial de un banco central es controlar la inflación y promover la estabilidad de precios.

Después de más de 8 años de política monetaria expansiva en las principales economías desarrolladas, el crecimiento de la economía global no termina por consolidarse y la inflación continúa por debajo de los objetivos de los principales bancos centrales, e incluso en algunas economías desarrolladas como la de la zona del euro, la suiza y la japonesa se observan tendencias deflacionarias. Esto ha llevado a que los bancos centrales de estas economías hayan tomado medidas de política monetaria extremas, como llevar sus tasas de referencias a niveles negativos. El objetivo principal es desincentivar las colocaciones que hacen los bancos comerciales frente a sus bancos centrales y desalentar el ahorro; y por consiguiente incentivar la generación de crédito, la inversión, el consumo y así la actividad económica. Se espera que un mayor dinamismo económico conduzca hacia los niveles de inflación objetivo de los bancos centrales. No obstante, la efectividad de estas medidas genera mucha controversia dentro de los economistas. Los opositores basan sus argumentos en:

- La generación de crédito seguirá dependiendo del apetito de riesgo de los bancos y del nivel de capitalización que les permita absorber las posibles pérdidas.
- Las tasas de interés de los depósitos difícilmente pueden ser llevadas a nivel negativos, porque los ahorradores pueden cambiarse a mantener efectivo (billetes) u otros activos como los metales preciosos.
- Reducen los márgenes de intermediación del sector bancario.
- Un sector financiero en dificultades puede contagiar otros sectores económicos.

El rumbo de la economía en 2016 seguirá marcada por la fuerte volatilidad de los mercados financieros, así como por las dinámicas que se desarrollen en el ambiente macroeconómico y en especial por las decisiones de política monetaria y fiscal que se tomen en las principales economías. Por lo tanto, sigue siendo importante que el inversionista se mantenga vigilante y siga una estrategia de inversión diversificada.

Mercados de Monedas

El mercado de monedas es el más grande y líquido del mundo. El Banco de Pagos Internacionales reportó en su última encuesta trienal¹ que durante el año 2013 se efectuaron transacciones por un valor diario promedio de USD 5.3 millones de millones. A manera de comparación, los dos mercados de acciones² más grandes de los EEUU transaron, en conjunto y para ese mismo año, un promedio diario de USD 90 mil millones. Durante la crisis de 2008-2009, y a pesar de las circunstancias, el mercado de monedas mantuvo un nivel de liquidez inesperadamente alto.



El mercado de monedas es muy especializado y sus principales actores son, en su mayoría, bancos de gran tamaño. No obstante lo anterior, se le considera menos organizado y

¹ Bank for International Settlements Triennial Central Bank Survey, Global Foreign Exchange Market Turnover 2013

² NYSE Euronext y NASDAQ OMX

transparente que el mercado de acciones. Esto debido a que buena parte del volumen ocurre en transacciones cuyos detalles no son hechos públicos y debido a que tampoco cuenta con un regulador único.

A pesar de lo anterior, los mercados de monedas son esenciales para el comercio y para las inversiones de capital entre países. Es de notar que una parte importante del volumen diario no tiene que ver con comercio sino con operaciones de cobertura de riesgo cambiario y especulación.

Es importante mencionar que las monedas cotizan en pares y, por lo tanto, el precio siempre es relativo a la valoración relativa entre dos monedas. De hecho, una moneda podría estar al mismo tiempo apreciándose con respecto a algunas y depreciándose contra otras.

Riesgo Cambiario y Especulación

El riesgo cambiario existe cada vez que se asume una exposición a monedas extranjeras y debido a que los precios de éstas pueden cambiar en el tiempo. Un movimiento adverso en el precio de las monedas puede ocasionar un desempeño final peor a lo esperado.

La cobertura busca eliminar o reducir el efecto de dichas fluctuaciones en el valor de las monedas.

La especulación, por el contrario, implica intentar predecir dichos movimientos para posicionarse adecuadamente y generar ganancias.

El riesgo cambiario proviene de los movimientos de corto plazo, los cuales suelen tener una magnitud menor a 2% diario y son difíciles o imposibles de predecir; y por los movimientos de mediano plazo pero de magnitud mucho mayor. Para este tipo de movimiento algunos buscarán protección (cobertura) y otros intentarán exponerse (especulación).

Los mercados de monedas utilizan por lo general dos instrumentos:

- La transacción **Spot** implica un intercambio de monedas dos días después de la transacción;
- la transacción **Forward** implica un intercambio de monedas en el futuro (1, 2, 3, 6 o 12 meses) a precios pactados en el presente;

Monedas

Las monedas, junto al himno y la bandera, han sido históricamente una parte fundamental de los conceptos de soberanía y nación. No obstante lo anterior, algunos países han preferido atar o sustituir sus monedas con otras (Ecuador y Panamá con el USD, por ejemplo) o incluso utilizar monedas comunitarias (19 de los 28 países de la Comunidad Europea con el EUR).

Vale la pena hacer notar que el concepto de monedas flotantes con libertad de acceso se asocia a una porción minoritaria de ellas. En el último reporte del Fondo Monetario Internacional³ se indica que sólo 29 de 190 países dejan fluctuar sus monedas sin imponer controles (flotación libre). Esta estadística es aún más notable cuando consideramos que, de los 29, 18 pertenecen a la zona euro. Lo anterior indica claramente que las monedas son algo que la mayoría de los países intenta controlar.

Gobiernos y Bancos Centrales

El rol político y económico de las monedas hace que la mayoría de los países intenten controlar su valor de diversas formas. Si bien el objetivo de política económica suele ser la estabilidad, una moneda fuerte otorga poder de compra a la población pero reduce la

competitividad relativa de la producción interna y del sector exportador; viceversa en el caso de una moneda débil. Debido a lo anterior, las monedas suelen ser influenciadas por los gobiernos a través de los bancos centrales, bien sea mediante influencias en el precio, controles de cambio, o ambos.

Un par de ejemplos ilustran lo anterior. El precio del CNY (Yuan de China) ha sido controlado durante varios años por el Banco del Pueblo Chino buscando utilizarlo como pilar del crecimiento económico. De forma similar, el Banco Nacional Suizo decidió durante la crisis fiscal europea (2011) ponerle un techo de 1.20 al valor que el CHF (franco suizo) llegaría a tener versus el EUR (euro), intentando con ello proteger las condiciones de intercambio entre los exportadores suizos y sus clientes europeos. Ver gráfico a continuación.



Las monedas derivan su valor relativo de las presiones de oferta y demanda. Éstas a su vez deberían responder a variables macroeconómicas como balanza de pagos y el atractivo relativo de las inversiones en una u otra moneda. A lo anterior hay que sumarle la posibilidad de intervenciones por parte de los bancos centrales que alejen a las monedas de sus valores de equilibrio.

Afortunadamente, los bancos centrales de los países desarrollados son entes públicos que deben brindar explicaciones periódicas acerca de sus actuaciones. Es por esta razón que los inversionistas permanecen muy atentos a cualquier indicio de cambio en la política de los gobiernos y bancos centrales, buscando anticipar ajustes bruscos o cambios de tendencias de mediano plazo.

³ International Monetary Fund Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2014

Paridad

Para poder estimar si una moneda se encuentra cerca de su valor de equilibrio vale la pena conocer tres conceptos de paridad:

Paridad de Intereses con Cobertura. Este concepto indica que, a igualdad de condiciones, debería existir una relación entre la tasa de cambio Forward a un determinado plazo y las correspondientes tasas de interés para el par de monedas subyacentes. De no existir dicha relación, se darían oportunidades de arbitraje que forzarían a un restablecimiento del equilibrio. Los estudios indican que este concepto de paridad suele respetarse y que las diferencias pueden ser explicadas por alguna diferencia en los riesgos.

Paridad de Intereses sin Cobertura. Este concepto es similar al anterior pero en este caso el inversionista no utiliza una operación Forward para cubrir el riesgo sino que estima a priori lo que será la tasa Spot al momento de revertir su exposición en moneda extranjera. Bajo este concepto, la inversión en una moneda con expectativas de devaluación debería ofrecer un rendimiento superior para compensar este riesgo. Una consecuencia directa de este concepto es que la tasa Forward debería ser un reflejo no sesgado de la tasa Spot futura. Los estudios indican que esto por lo general no ocurre y las monedas con intereses más altos tienden a apreciarse, al menos en el corto plazo. A raíz de esto se ha hecho muy popular la estrategia de "Carry Trade" (ver explicación más adelante).

Paridad de Poder de Compra. Este concepto de paridad establece que la devaluación o apreciación entre las monedas debería reflejar la diferencia en la inflación de precios en cada moneda. En esencia este concepto dice que un país de alta inflación debería ver su moneda depreciarse para poder restablecer su competitividad. Los estudios indican que esta paridad no es respetada en períodos cortos de tiempo pero que, a largo plazo, se ha observado una reversión en aquellas monedas

que muestran sobre-valoraciones o sub-valoraciones acentuadas. Otra posible contradicción a esta paridad proviene del efecto Balassa-Samuelson, el cual explica que aquellas economías con mejoras en la productividad suelen tener ingresos personales en aumento y por ello son capaces de ver sus precios subir sin que ello conlleve a una eventual depreciación en su moneda.

Cobertura y Especulación

Existen varias estrategias para obtener cobertura o especular en los mercados de monedas.

La estrategia más simple de cobertura consiste en revertir la exposición a monedas extranjeras mediante operaciones en instrumentos Forward. A manera de ejemplo, al comprar un bono o acción denominado en moneda extranjera se podría vender en el mercado Forward el mismo monto contra la moneda base del inversionista eliminando de esa manera el riesgo cambiario.

Por el contrario, las estrategias de especulación suelen girar en torno a las siguientes:

Carry Trade. Consiste en tomar prestado en una moneda con tasas de interés bajas para invertir en una moneda que ofrece tasas de interés más altas. Como se mencionó anteriormente, las monedas con tasas de interés más altas han tendido a apreciarse, contradiciendo el principio de paridad y favoreciendo esta estrategia. La estrategia será rentable mientras la moneda de la inversión se aprecie o permanezca estable, e incluso si se devaluara menos que el diferencial de tasas. Esta estrategia conlleva riesgos debido a alteraciones abruptas (devaluación o control de cambios) en la moneda de la inversión.

Un ejemplo de Carry Trade podría implicar tomar prestado al 0.2% en CHF, hacer el cambio Spot, y colocar en USD al 2.5%.

Trend Following. Consiste en tomar posiciones largas en las monedas que han venido apreciándose y/o cortas en las que han estado depreciándose. Lo anterior se sustenta en un supuesto, confirmado por algunos estudios, de sostenimiento de las tendencias en plazos suficientemente largos como para poder aprovecharlas. Si bien se puede usar el mercado Spot, usualmente se toman posiciones en contratos Forward aprovechando la ausencia de flujos de caja iniciales y el apalancamiento financiero implícito (ver discusión más abajo).

Value. Consiste en tomar posiciones largas (comprar) las monedas más devaluadas desde el punto de vista de Paridad de Poder de Compra y/o tomar posiciones cortas (vender) las monedas más apreciadas en la expectativa de que en algún momento cercano se observarán reversiones hacia la paridad. Los períodos de divergencia en la paridad de poder de compra han llegado a durar entre diez y quince años por lo que es de suma importancia escoger bien el momento de establecer la exposición.

Productos

MBS a través de su mesa de tesorería ofrece acceso a ciertos mercados de monedas (USD, EUR, CHF, GBP, JPY, Oro) mediante transacciones Spot y Forward, tanto para cobertura como especulación. La renovación de transacciones Forward se hace utilizando un Swap que incluye una operación Spot para restablecer la exposición y una nueva operación Forward.

Las operaciones Forward tienen ciertas ventajas en cuanto a que no requieren desembolso al momento de establecerlas. Esto otorga ciertas ventajas como la posibilidad de establecer estrategias de monedas sin necesidad de alterar la composición del portafolio de inversión. Otra ventaja es el apalancamiento financiero que se obtiene en el uso de Forwards.

Para cubrir el riesgo de pérdidas, el banco exige entregar en garantía suficiente colateral como para cubrir el mayor entre el 15% del valor del Forward o la pérdida del cliente, realizada o no realizada, en cualquier momento.

Al establecerse esta garantía se estará consumiendo valor pignorativo de los activos en cuenta, restando de esta manera capacidad para apalancamientos sucesivos.

Las peculiaridades de los contratos Forward también exigen la firma de un contrato especial donde se establecen los términos y condiciones.

Las operaciones en mercados de cambio, especialmente aquellas que utilizan apalancamiento financiero, pueden dar lugar a ganancias o pérdidas importantes. Es por esta razón que se desaconseja el uso de estos instrumentos a aquellas personas que no tienen la capacidad financiera para afrontar las pérdidas o a quienes no comprenden bien las características de estos mercados o cómo funcionan estos instrumentos.

Recomendamos conversar con su Gerente de Relación acerca de las estrategias de monedas para evaluar la idoneidad en su situación específica.

Indicios FATCA

- La ley FATCA que entró en vigencia el 30 de Junio de 2014 tiene como principal objetivo detectar los bienes que los contribuyentes fiscales norteamericanos tienen depositados en cuentas fuera de los EEUU.
- Uno de los requisitos de FATCA indica que, en aquellos casos donde existan indicios de una posible responsabilidad fiscal en los EEUU, se deberá establecer si existe responsabilidad fiscal o no.
- Los indicios incluyen un lugar de nacimiento en EEUU, direcciones o números de teléfono en los EEUU, instrucciones de pago recurrentes hacia los EEUU, y existencia de apoderados con domicilio en los EEUU, entre otras.
- La manera de desvirtuar estos indicios y establecer la condición de sujeto no fiscal en EEUU es diligenciando una planilla W-8BEN y una copia del pasaporte para cada titular de la cuenta; documentación de la renuncia a la ciudadanía en el caso de los nacidos en EEUU; o explicaciones de la razón para el uso de una dirección o teléfono en los EEUU indicando el propietario del mismo.
- La regulación FATCA también requiere documentación adicional en el caso de cuentas de compañías personales (PIC) para poder descartar la responsabilidad fiscal en los EEUU de alguno de los beneficiarios económicos.
- FATCA exige que la documentación sea recibida en buen orden y dentro de un plazo predefinido. De no cumplirse lo anterior, la cuenta deberá ser reportada a las autoridades norteamericanas en la fecha correspondiente.
- Nuestros Gerentes de Relación o Asistentes lo estarán alertando en caso que su cuenta presente alguna de las características antes señaladas.

Anuncios

- Les recordamos que a través de empresas afiliadas contamos con una línea muy completa de **productos fiduciarios**. Los fideicomisos y estructuras similares permiten agregar un nivel adicional de confidencialidad así como establecer reglas de administración y distribución que le permitirán manejar su patrimonio de forma más segura y efectiva. Si tiene interés en conocer más acerca de los **fideicomisos** por favor no dude en preguntarnos.
- ¡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!
- Desde el pasado 27 de Marzo nuestra diferencia horaria con Venezuela es +6 horas y 30 minutos.

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.

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