



Notas de Educación Financiera



TABLA DE CONTENIDO

- 1 Sucesión y leyes suizas**
- 2 Productos Fiduciarios**
- 3 Burbujas**
- 4 Comportamientos Irracionales**
- 5 Volatilidad \neq Riesgo**
- 6 Mercados de Monedas**
- 7 FX Forwards**
- 8 Inversiones Apalancadas**
- 9 Tasas de interés y sus implicaciones en la valoración de los activos financieros**
- 10 El proceso de valoración de las acciones**
- 11 Riesgo crediticio asociado a los bonos**



1 Sucesión y leyes suizas

Sucesión y leyes suizas

A continuación queremos ilustrar las implicaciones que tendría un proceso de sucesión en la relación contractual con una institución financiera en Suiza, un tema recurrente y especialmente importante en el ámbito de la planificación financiera intergeneracional. Mirémoslo bajo la óptica, a manera de ejemplo, de un titular de nacionalidad venezolana.

El principio de la sucesión universal

El derecho que regula el orden de suceder se define en la tercera parte del Código Civil Suizo ("CCS") (artículo 457 y siguientes) y en el Código Civil Venezolano en el artículo 808 y siguientes.

De acuerdo con el CCS, con la muerte de una persona se transfieren el total de los derechos y obligaciones a sus herederos, aunque estos todavía no sean conocidos.

Los herederos legales de acuerdo al Código Civil Suizo

Según el CCS en sus artículos 457 hasta 460, los herederos se definen por nivel de parentesco. En el primer grado se encuentran los hijos o en el caso de su fallecimiento sus descendientes. El segundo nivel de parentesco comprende los padres del fallecido o sus descendientes en caso de su fallecimiento. El tercer grado de parentesco corresponde a los abuelos y en caso de su fallecimiento sus descendientes. Después del tercer grado de parentesco termina los derechos hereditarios de los parientes y de no existir un cónyuge sobreviviente o un testamento, el total de la masa hereditaria pasa al estado (artículo 466).

Situación del cónyuge sobreviviente

De acuerdo con el artículo 462 numeral primero, el cónyuge sobreviviente comparte la herencia con los descendientes. En el caso más común el cónyuge sobreviviente tiene derecho a la mitad de la herencia y los hijos comparten la otra mitad.

En primera instancia, con la muerte de uno de los esposos la sociedad conyugal se disuelve por ministerio de la ley. Después de la disolución de la sociedad conyugal pasan los bienes propios del fallecido a ser parte de su masa hereditaria.

Caso en el que exista un testamento

Además de los herederos legales el testador puede designar herederos adicionales. Sin embargo el testador no puede disponer de la cuota mínima legal (reserva hereditaria) correspondiente a los herederos legales, la cual se define en el artículo 471 del CCS. La cuota mínima legal se encuentra distribuida de acuerdo al nivel de parentesco. Por ejemplo, en el caso de un cónyuge sobreviviente y descendientes directos la cuota mínima legal estaría distribuida de la siguiente manera: un cuarto de la herencia para el cónyuge sobreviviente y tres octavos para los hijos.

Caso de fallecimiento de un único titular

Las obligaciones y derechos del banco no cambian con la muerte del único titular de la cuenta. En este caso surge un nuevo contratante que se deriva de los herederos legales estipulados bajo el principio de la sucesión universal.

Cada uno de los herederos legales obtiene el derecho de información frente al banco. Igualmente cada uno de los herederos tiene individualmente el derecho de revocar los poderes otorgados por el difunto antes de su

muerte, en el caso de ser el difunto el único titular de la cuenta.

Documentos que deben presentar los herederos para demostrar su condición

Los documentos que deben presentar los herederos para demostrar sus derechos son: a) copia certificada del acta de defunción; b) copia de Título de Únicos y Universales Herederos emitido por un Tribunal de Primera Instancia o de Menores, según corresponda, c) Planilla de Autoliquidación de impuestos sucesorales, con su respectivo certificado de solvencia sobre sucesiones emitido por el organismo público tributario en Venezuela (SENIAT).

Un testamento no representa una prueba suficiente para demostrar la condición de heredero ya que este documento puede ser unilateralmente revocado en cualquier momento por el testador. No obstante, de existir un testamento, se recomienda a los herederos enviar copia al banco junto con los documentos antes citados.

Alternativas para la planificación de la sucesión en la práctica bancaria

Con un documento de última disposición se puede alterar la sucesión universal frente a los herederos legales o frente a alguno de estos. Un ejemplo de esto, es un contrato sucesorio en el cual uno o todos los herederos legales renuncian a su herencia. Otra posibilidad dentro del marco de la planificación financiera se presenta cuando en vida los activos del testador son transferidos a otro titular de derechos como una persona jurídica o un fidecomiso (ver el siguiente artículo).

Poderes generales suministrados al banco ante el fallecimiento del único titular

De acuerdo con el artículo 35 del Código de Obligaciones Suizo, acerca de la fuente de las obligaciones, los poderes otorgados por el fallecido en vida prescriben con su muerte, a menos que se pacte lo contrario. Con la muerte

del único titular de la cuenta es obligación del banco velar por el derecho del nuevo contratante: los herederos legítimos. Para evitar lesionar la cuota mínima legal de los herederos forzosos, a la muerte del titular único y existiendo un poder general de por medio, el banco bloquea los activos depositados en la cuenta, desde el momento en que el banco es informado del evento del fallecimiento, y hasta el momento en que se hubiere terminado con el proceso de acreditación de la condición de los herederos legales como parte contratante.

El caso de la muerte de uno de los titulares en una cuenta conjunta con dos a más titulares

La cuenta conjunta contiene una cláusula de pluralidad de los titulares "*compte-joint*" con la cual se determina que en caso de fallecimiento de alguno de los titulares, él o los titulares sobrevivientes y cualesquiera de sus apoderados tendrán derecho, en lo que al banco concierne, de disponer en el marco de las facultades del contrato de apertura, de los títulos valores, objetos de valor y fondos disponibles.

Con la muerte del último titular que queda en una cuenta conjunta, prescribe lo estipulado en la cláusula "*compte-join*" y aplicaría, en el caso de un proceso de sucesión, el mismo procedimiento de una cuenta con un único titular.



2 Productos Fiduciarios

Productos Fiduciarios

Para este artículo dedicado a temas relacionados a la sucesión hemos invitado a nuestra subsidiaria Mercantil Bank and Trust (Cayman) a describirnos un poco más acerca de las características y ventajas de sus productos y servicios. A continuación, disfrutemos de sus explicaciones.

Cuando definimos y explicamos servicios fiduciarios es importante entender brevemente su historia.

El fideicomiso se remonta al derecho romano y, posteriormente, al derecho germánico y anglosajón como una institución creada en el marco del derecho sucesorio y sustentado en su clave principal que viene siendo la relación de confianza o fiducia (del latín Fides). De este modo, cuando los soldados partían hacia la guerra trasladaban o entregaban sus patrimonios a una persona de su confianza estableciendo la fiducia, para que en el caso de que les sucediera algo estas personas dispusieran de su patrimonio según sus deseos o según los deberes de un buen padre de familia. Luego de muchos siglos y de los embates de la creatividad jurídica, llegamos a los fideicomisos modernos, originados en aquellos soldados y comerciantes que, conscientes de sus riesgos, entendieron que debían planificar y así dejar la casa en orden en caso de cualquier fatalidad o infortunio.

Esas necesidades o preocupaciones en cierta medida siguen vigentes e incluso han aumentado, en razón de la globalización, de la constante evolución de las administraciones tributarias y el orden de suceder de acuerdo a cada sistema jurídico. Surge entonces no solo la necesidad de planificar qué sucederá con el patrimonio en caso de no regresar a casa, sino también la de proteger el patrimonio estando aún con vida o incluso la de reflejar según los deseos personales la forma en que se quiere

distribuir el patrimonio cuando se considera que el ordenamiento jurídico no es justo en su manera de repartir los bienes. En razón de lo anterior, los clientes buscan formas de afinar estos detalles pero a veces desconocen que ya existen formas jurídicas específicas para lograr dicho objetivo. Es aquí cuando entran en juego los fideicomisos y demás figuras jurídicas, que han sido diseñados dependiendo de cada caso y para satisfacer las necesidades particulares de cada cliente.

En mérito de lo anterior, y entre otras opciones, se ofrece la constitución de compañías offshore, donde el cliente puede poner sus bienes y protegerlos al dejar de estar a nombre personal. La compañía offshore actuaría como una especie de velo, con lo cual se pudiesen minimizar los riesgos patrimoniales, ya que se estarían separando los bienes al ponerlos bajo el patrimonio de la compañía. Ahora esta solución no brinda una solución para una sucesión eventual, ya que los miembros de la misma heredarían las acciones de la compañía y luego tendrían que decidir cómo disponer del caudal hereditario bajo dicha compañía. Adicionalmente, no se estaría evitando que las acciones deban ser incluidas en una declaración sucesoral ya que deben ser reportadas para poder transmitir su titularidad a los herederos. Hay clientes que tendrán las acciones y querrán poner a sus herederos como accionistas o directores, pero con ello se abren las puertas al riesgo de perder el control sobre los activos.

Para aquellas personas que no desean que sus herederos obtengan de manera temprana poder de decisión en cuanto a la disposición de los bienes del caudal hereditario, ni que esos bienes deban ser declarados en una sucesión, se ofrecen vehículos más efectivos cuyas bondades incluyen la protección del patrimonio, una planificación fiscal y una planificación

sucesoral adecuada a los deseos del cliente. Estos vehículos pueden ser desde fundaciones de interés privado hasta fideicomisos (en inglés “trusts”). Las estructuras son diseñadas de acuerdo a las características y necesidades de cada cliente.

En resumen, cuando se entregan unos bienes para que sean arropados bajo el paraguas de un fideicomiso, el cliente: 1) protege dichos bienes ya que estos no formarán parte de su patrimonio y por ende no serán prenda común de sus acreedores; 2) puede planificar su sucesión, sin importar las leyes del orden de suceder, pudiendo establecer condiciones y porcentajes a su buen criterio, que muchas legislaciones regulan y tiene carácter de orden público; 3) puede minimizar los efectos impositivos ya que el fideicomiso no fallece y por tanto no se configura el hecho impositivo, o el hecho que dispara los impuestos de sucesión; y 4) puede gozar de total confidencialidad sobre los bienes ya que no estarían a su nombre ni bajo su control.

Es importante resaltar que ni MBTC ni sus oficiales son asesores legales o fiscales. El asesoramiento legal o fiscal, experto e independiente, debe ser obtenido antes o en paralelo a la implementación de cualquier estructura fiduciaria por parte del cliente.



3 Burbujas

Burbujas

En el presente artículo trataremos de explicar desde una óptica teórica ¿qué son y cómo se crean las burbujas de precios en los activos financieros?

El mecanismo de precios en mercados que tienden a un equilibrio estable

De acuerdo con la teoría económica la mayoría de los mercados se caracterizan por tender a una condición de equilibrio estable, donde las fuerzas del mercado llevan a que se logre un precio de equilibrio, que permite que la cantidad demandada de un bien o servicio sea igual a la cantidad ofrecida. Dentro de este modelo un exceso de demanda es ajustado por un aumento en el precio de equilibrio e igualmente un exceso de oferta es corregido por una reducción del precio de equilibrio

La dinámica de una burbuja de precios

Imaginémonos un escenario hipotético donde compradores y vendedores basan sus expectativas sobre el precio futuro de un activo, en la tasa de variación de su precio actual. Si el precio sube, interpretarían este incremento como una señal de que el precio continuará subiendo. Bajo estas circunstancias, si los compradores perciben un incremento en el precio presente, estarían dispuestos a aumentar su demanda al precio actual para evitar tener que pagar un precio más alto en el futuro. Mientras tanto los vendedores percibirían un incremento en el precio de hoy como una señal de que el precio en el futuro sería todavía más alto, por lo que estarían dispuestos a posponer la venta y así vender a un precio más alto en el futuro. Un aumento en la disposición por demandar en el presente combinado con una disminución en la disposición por ofrecer confirmaría las expectativas de los participantes acerca del

precio futuro y haría que el proceso de aumento de precio se repitiera sucesivamente. Este escenario resultaría en una burbuja que se seguiría inflando hasta el momento en que un número crítico de los participantes interpretara que estas expectativas de niveles de precios cada vez más altos no son sostenibles y decida romper la cadena. En consecuencia la burbuja explotaría y el precio se desplomaría.

¿Qué es una burbuja especulativa?

Los precios no suben indefinidamente y muy rara vez caen a un nivel de cero, aunque pueden experimentar movimientos extremos, trayendo incertidumbre en cuanto a las valoraciones fundamentales y produciendo dinámicas en el mecanismo de formación de precios que finalmente no son sostenibles en el largo plazo. Denominamos burbujas especulativas los fenómenos de aumentos extremos y continuos de los precios de los activos hasta niveles que no reflejan su valor fundamental, es decir, no reflejan el valor presente de los flujos de caja futuros que se espera que genere el activo. A través de la historia hemos podido observar burbujas en diferentes mercados como el inmobiliario, el bursátil o el de materias primas. Las razones de esta anomalía son diversas. Algunos economistas las atribuyen a factores económicos como políticas monetarias expansivas acompañadas por un crecimiento excesivo del crédito. Otros como Robert Shiller (premio Nobel de economía en 2013) a factores no económicos como la exuberancia irracional: “Un burbuja es una epidemia social donde las señales sobre incrementos de precios conllevan a incrementos adicionales”. Un caso empírico que puede ilustrar la exuberancia irracional es el efecto que tienen las innovaciones, las cuales en muchos casos generan incertidumbre con respecto a qué tan

valioso será el cambio tecnológico y por consiguiente qué tanto debería aumentar el precio de los activos como sucedió en los años noventa con el precio de las acciones del sector tecnológico.

Las etapas de una burbuja

En la primera etapa es donde entra el dinero de los inversionistas especializados. Esta es seguida de una segunda fase donde los inversionistas institucionales comienzan a invertir y los precios de los activos inician su tendencia alcista. A medida que los medios de comunicación difunden los buenos resultados en el mercado de valores se entra en la tercera etapa donde el público en general también toma posiciones. La fiesta especulativa comienza y las inversiones apalancadas ayudan a que los precios sigan subiendo. En la cima de esta tercera etapa surge un nuevo paradigma que indica que los buenos rendimientos van a continuar, insinuando así que el valor de los activos siempre va a crecer. Lo anterior es potencializado por un ambiente de optimismo exagerado y la subestimación del riesgo. Para resaltar este paradigma citemos de nuevo a Robert Shiller: “la opinión en la cual la gente confía para hacer sus juicios económicos es a menudo como el hombre de humo (el protagonista de la novela surrealista // *Codice di Perelà*), el cual está hecho de humo pero adquiere un carácter público y una autoridad que son construidas por la imaginación colectiva, hasta el momento en el que la percepción pública cambia y decide que el hombre de humo no es la fuente de la verdad y por consiguiente desaparece”.

El final de toda burbuja financiera deja pocos ganadores y muchos perdedores. 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.



4 Comportamientos Irracionales

Comportamientos Irracionales

Durante las últimas décadas el conocimiento económico tradicional se ha visto sacudido por nuevas teorías que contradicen un pilar fundamental de la teoría económica, a saber: que los seres humanos siempre toman decisiones de forma racional. Nuevos estudios, promovidos por psicólogos y también por economistas, parecieran indicar que no siempre es cierto. La mente humana parece mostrar sesgos o comportamientos irracionales que, si bien nos han servido durante nuestra evolución, dificultan la toma de decisiones en asuntos que involucran incertidumbre y plazos largos, como es el caso de las inversiones. Si bien pudiera ser imposible anular estos comportamientos, saber de su existencia nos puede ayudar a compensarlos. A continuación presentamos algunos de estos que pueden afectar la toma de decisiones de inversión.

Sobre-confianza

Los estudios indican que tendemos a sobreestimar nuestras capacidades e incluso a ser demasiado optimistas. En el campo de las inversiones, las personas que muestran este sesgo tienden a concentrar sus apuestas en activos que sienten que dominan o controlan, a pesar de que la teoría indica que un portafolio diversificado puede obtener los mismos rendimientos asumiendo menos riesgo. Otra consecuencia de este sesgo es una propensión a una excesiva actividad transaccional (trading) debido a que quienes muestran este sesgo suelen asignar los resultados positivos a su destreza y los negativos a factores externos. Este nivel exagerado de confianza obviamente limita la posibilidad de aprender de los errores.

Aversión al riesgo

La teoría económica tradicional asume que los inversionistas tienen una actitud simétrica hacia las ganancias y las pérdidas, es decir, ganancias o pérdidas de X magnitud deberían generar el mismo nivel de gusto o disgusto, respectivamente. Las nuevas teorías indican que las pérdidas nos disgustan mucho más de lo que nos gustan las ganancias, es decir, una pérdida de X magnitud sólo podría ser compensada por una ganancia mucho mayor. Una consecuencia de este sesgo es la poca disposición a vender cuando una inversión ha caído de precio y la rapidez con la cual los inversores se apresuran en realizar sus ganancias.

Temor al arrepentimiento

El temor a equivocarse afecta la fluidez en la toma de decisiones y la implementación de decisiones ya tomadas. La incertidumbre inherente a las inversiones exacerba este comportamiento creando inercia y evitando que el inversionista tome e implemente decisiones razonables cada vez que sea necesario. En muchas ocasiones los inversionistas argumentan estar “esperando”, cuando en realidad están postergando una decisión que racionalmente hubiera sido tomada hace tiempo. Un sesgo como este suele ser aminorado utilizando reglas de rebalanceo o delegando las decisiones en sistemas o en terceros.

Marco de referencia

La teoría financiera sugiere que las distintas inversiones deben ser vistas en su conjunto (vista de portafolio) debido a los distintos efectos que cada una de ellas tiene sobre el portafolio total. A pesar de esta sugerencia, quienes muestran este sesgo prefieren observar y juzgar el desempeño de cada una

de sus inversiones de forma individual, en el entendido que la manera correcta de manejar un portafolio es maximizando el desempeño de cada una de las posiciones. Esta actitud conlleva a concentrar los portafolios en inversiones que en un momento dado se están comportando de la misma manera, perdiendo la posibilidad de obtener los beneficios de una adecuada diversificación. Una versión de este sesgo conlleva a revisar el desempeño para períodos cortos de tiempo (días o meses) a pesar de que la inversión tiene un horizonte a largo plazo. Utilizar un marco de referencia de corto plazo para juzgar las bondades de una estrategia a largo plazo agrega información superflua (ruido) y lleva a toma de decisiones erradas.

Contabilidad mental

Los inversionistas tienden a separar su riqueza en compartimientos dependiendo del uso que quiera darse a cada porción. Por ejemplo, los ahorros para el retiro son tratados de manera distinta (con mayor tolerancia a la volatilidad). Una vez más, la teoría financiera indica que los diferentes activos deben ser vistos como componentes de un todo y juzgados de forma agregada.

Familiaridad

En esta versión del sesgo de sobre-confianza, los inversionistas tienden a buscar invertir en activos que les son familiares o que son favorecidos por personas conocidas en la creencia –usualmente falsa– que eso los hace menos riesgosos. Ejemplos de este tipo de sesgo se observan en la composición de los portafolios de los residentes de cada país (sesgo hacia inversiones locales) y en el efecto contagio en la preferencia por cierto tipo de inversiones (acciones a finales de los 90s, inmuebles entre el 2003-2007, etc.)

Anclado

Las personas tienden a utilizar atajos cuando se enfrentan a toma de decisiones que

incorporan incertidumbre. Por ejemplo, los estudios indican que las personas tienden a utilizar números y conceptos que acaban de obtener para responder a preguntas que no tienen nada que ver con ellos. Otro ejemplo es el carácter mágico de algunos precios o niveles como por el ejemplo cuando el índice Dow Jones va a llegar a algún número redondo o cuando el precio de una acción se aproxima a cierto nivel.

Disponibilidad

En otra versión del sesgo anterior, las personas tienden a sobreestimar las probabilidades de un cierto tipo de evento cuando lo han observado recientemente. A manera de ejemplo, esto aplica a la probabilidad de que ocurra un determinado tipo de accidente o a que el mercado corrija de nuevo luego de una caída fuerte. En el caso de los accidentes, la probabilidad en general no se afecta y, en el caso de los mercados, luego de una caída fuerte aumenta la probabilidad de un rebote o recuperación en los precios.

Estereotipos

Este sesgo es bien conocido y un buen ejemplo lo encontramos en un estudio donde preguntaban acerca del oficio más probable para una persona tímida que usa anteojos. La mayoría escogió la opción de bibliotecario a pesar de que la opción de chofer de camiones era más probable dado que este oficio es mucho más común que el de bibliotecario. En el mundo financiero, las acciones de empresas reconocidas tienden a ser favorecidas a pesar de que las acciones de empresas menos conocidas suelen tener valoraciones más bajas.

Como se dijo anteriormente, estos sesgos parecieran ser integrales a nuestra forma de pensar. Si desea saber más acerca de este tema, sugerimos consultar los trabajos de Amos Tversky, Daniel Kahneman, Richard Thaler, y Meir Statman, entre otros. En la preparación de este artículo utilizamos

diversas fuentes pero influyó mucho el reporte
"Behavioral Finance" publicado por Vanguard
en 2013.



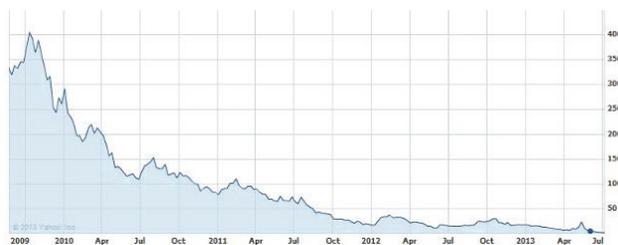
5 Volatilidad \neq Riesgo

Volatilidad ≠ Riesgo

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

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

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



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

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

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

Para empezar, los ciclos económicos son bastante conocidos y de acuerdo a la fase del ciclo los emisores podrían estar reportando mejores o peores resultados. A manera de ejemplo, ¿es Shell una peor compañía porque los precios del petróleo bajaron? No, es la misma compañía, con el mismo potencial, pero operando en una fase del ciclo que no le es favorable. Quien desee invertir en el mercado energético debe soportar los vaivenes del ciclo de precios de la energía.

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

Una tercera razón son las crisis de los mercados, en la jerga, ajustes o mercados bajistas (en inglés, "bear markets"). Tengamos en cuenta que un ajuste de mercado no es más que un desbalance temporal entre oferta y demanda, usualmente iniciado por algún evento que hace dudar a los inversionistas. La caída repentina en Agosto-Septiembre del 2015 puede ser un buen ejemplo. El S&P 500 perdió 200 puntos (cerca de 10%) en pocos días. El detonante aparente fueron noticias acerca de la caída en la actividad económica en China. Ahora bien, ¿tiene sentido que las 500 empresas más grandes de los EEUU perdieran en promedio 10% del valor en cuestión de días por una desaceleración en China? Obviamente no, muchas de esas 500

empresas no negocian con China, ni con los socios comerciales de China. Al final supimos incluso que la desaceleración en China no era tan grave. Este es también un ejemplo de contagio.

Sin ánimo de ser muy exhaustivos, pondremos un último ejemplo: en el 2015 al momento de conocerse el escándalo de los niveles reales de emisiones contaminantes de algunos motores diesel de Volkswagen, la acción de BMW tuvo una caída de 12% (!) Al cabo de unos días el mercado se dio cuenta que, si bien ambas empresas alemanas pertenecen al sector automotriz, los problemas de una no tenían por qué repercutir en la otra.

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

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

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

Los argumentos anteriores nos llevan a enunciar lo siguiente: incluso las buenas inversiones están sujetas a fluctuaciones de precio, en mayor o menor grado. El inversionista debe saberlo y estar preparado para ello. Unos de los mejores antídotos ante la posibilidad de tener/querer vender en el peor momento son: a) estar mentalmente preparados, no claudicar y esperar que rebote el precio; o b) separar los portafolios por horizonte temporal o necesidades de liquidez. Los portafolios con horizontes temporales cortos o que deben servir de fuentes de liquidez suelen invertirse en

activos poco volátiles (bonos a corto plazo). Los portafolios de mayor plazo y que no serán utilizados como fuentes de liquidez (o cuya liquidez temporal se puede obtener mediante un préstamo Lombardo) suelen invertirse en activos un poco más volátiles, siempre y cuando éstos ofrezcan un mayor rendimiento esperado.

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

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

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

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

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

En conclusión:

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

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

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

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

El riesgo es algo que también debemos aceptar pero que debemos hacer el mayor esfuerzo por tratar de minimizar, analizando bien las opciones de inversión, los precios que pagamos al comprar y, en cualquier caso, diversificando para que las malas inversiones que no podamos evitar no nos afecten tanto.



6 Mercados de Monedas

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 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

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

² NYSE Euronext y NASDAQ OMX

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

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.

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

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

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.



7 FX Forwards

FX Forwards

La compra-venta de monedas a plazo (FX Forwards) representa una opción muy útil bien sea para cubrir riesgos cambiarios o para asumirlos.

La idea central de este tipo de contrato es la posibilidad de pactar una tasa de cambio hoy, para un intercambio que ocurrirá en el futuro. La tasa de cambio pactada guarda relación con el plazo de la operación y con las tasas de interés a dicho plazo en ambas monedas. Es de hacer notar que la tasa de cambio a plazo no necesariamente guarda relación con las expectativas acerca de la tasa de cambio que estaría vigente en la fecha de vencimiento del contrato.

Otra característica notable es que no existe intercambio de fondos sino al vencimiento del contrato. No obstante lo anterior, los bancos intermediarios suelen tomar reservas (bien sea margen o garantía) para absorber las fluctuaciones negativas que pudieran incentivar el incumplimiento del contrato por una de las partes.

Los contratos de compra-venta de monedas a plazo son instrumentos OTC ("over the counter"), es decir, no son contratos

estandarizados que cotizan en bolsas de valores.

En el caso de los contratos ofrecidos por el banco, al vencimiento del contrato se cruzan los pagos entre las contrapartes, en las monedas y cuantías pactadas.

La manera usual de salirse de este tipo de contratos antes del vencimiento es pactando la operación inversa pero con el mismo vencimiento, es decir, eliminando el riesgo involucrado en fluctuaciones adicionales.

Cuando es utilizado como mecanismo de cobertura, lo usual es buscar asegurar una tasa de cambio para un flujo de caja que ocurrirá en el futuro, bien sea un vencimiento o una cobranza. Mientras que en una estrategia especulativa se asume una exposición que se espera genere una ganancia dado que la tasa de cambio futuro será peor que la pactada hoy mediante el contrato de compra-venta a plazo.

El uso como cobertura es recomendado para cualquier cliente que tenga tales necesidades, mientras que su uso especulativo requiere de un perfil de riesgo apropiado y la comprensión de los riesgos involucrados. Quizá el más importante sea que, dado que sólo se requiere disponer del margen o garantía al momento de pactarla, este tipo de contrato incorpora los riesgos favorables o desfavorables del apalancamiento implícito.



8 Inversiones Apalancadas

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.

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. También existe la posibilidad de ejecutar una inversión apalancada en portafolios de renta fija y renta variable. 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.

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. Y por consiguiente requieren de un seguimiento relativamente continuo por parte del inversionista.

9 Tasas de interés y sus implicaciones en la valoración de los activos financieros

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.

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 gráfico¹.

(Gráfico) Estados Unidos: Curva de rendimientos de los bonos del tesoro en mayo 2017. 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.

¹ Bloomberg



10 El proceso de valoración de las acciones

El proceso de valoración de las acciones

En el 2017 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?

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 futuros¹.

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.

¹ Los flujos de caja más comúnmente utilizados dentro del modelo son: los dividendos, flujo de caja libre e ingreso residual.

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 está 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.

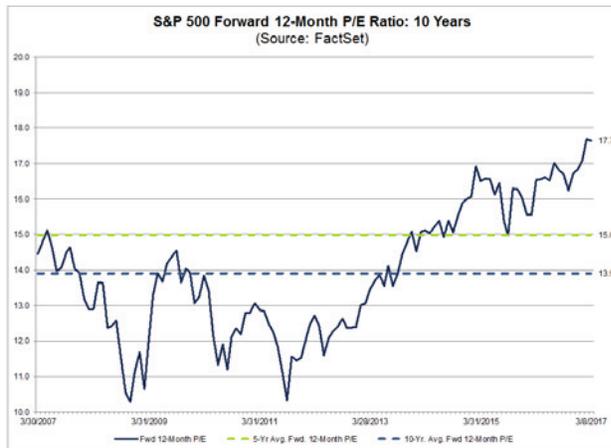
Existen dos tipos de P/E, el que utiliza las ganancias históricas de la empresa (no considera expectativas futuras), se le llama *P/E Trailing*, el cual es adecuado para medir la situación actual pero menos para analizar el comportamiento futuro. El otro indicador es el *P/E Forward* que sí considera 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. En marzo del 2017 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 Gráfico².

² *Reporte Earnings Insight Marzo 9, 2017, FACTSET*

(Gráfico) 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.



11 Riesgo crediticio asociado a los bonos

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.

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

