

INFORME ECONÓMICO

Zúrich, 17 de febrero de 2020

Nº1

En este número

- Perspectivas Económicas y de Mercados (pág. 1)
- Portafolios Discrecionales (pág. 9)
- Riesgo Crediticio Asociado a los Bonos (pág. 11)

Perspectivas Económicas

Si bien en 2019 los mercados financieros tuvieron una fuerte tendencia alcista, alcanzando niveles históricos, en lo referente a la actividad económica global el panorama sigue preocupando y se vislumbran ciertos riesgos. En términos generales el ambiente macroeconómico está siendo afectado por las fricciones comerciales, las tensiones geopolíticas y el descontento social tanto en economías desarrolladas como en los mercados emergentes.

De acuerdo con el FMI, el crecimiento mundial en 2019 estuvo marcado por la desaceleración de las economías avanzadas. Según sus estimaciones de enero, el crecimiento global en 2019 y 2020 se estaría situando en 2.9% y en 3.3% respectivamente, lo que representa un ajuste a la baja de 0.1% con respecto a sus estimaciones de octubre. A su vez, en su reporte de enero redujo sus proyecciones de crecimiento mundial para el 2021 en 0.2%, proyectando un 3.4%.

En 2019 el debilitamiento de la actividad industrial repercutió negativamente en el

desempeño de las economías avanzadas. La economía alemana se vio afectada por la contracción de la producción automotriz, y la economía china por el debilitamiento de la demanda interna y externa producto del recrudecimiento de las tensiones comerciales que terminó también haciendo mella en la tasa de inversión y en el crecimiento de la economía estadounidense.

A pesar de que las variables macroeconómicas en la economía global dan muestra de un debilitamiento, en el cuarto trimestre del 2019 se observaron indicios de estabilización. Los efectos positivos de la política monetaria, el acercamiento a un acuerdo en las negociaciones comerciales entre China y Estados Unidos, el repunte de la actividad manufacturera en Alemania, y la reducción de los riesgos políticos a nivel global son factores alentadores que podrían inclinar la balanza de manera favorable.

Sin embargo, de no superarse las tendencias aislacionistas en materia comercial, así como de persistir el estancamiento de las reformas a los problemas estructurales en las economías avanzadas relacionados con el bajo crecimiento de la productividad y la desigualdad, el ambiente macroeconómico y político podría verse alterado.

En Estados Unidos, para lo que queda del 2020, las expectativas seguirán dominadas por los desenvolvimientos políticos asociados a la elección presidencial y por la política monetaria acomodaticia de la Reserva Federal.

En línea con nuestras expectativas, a principios de 2020 se firmó el acuerdo comercial fase I, entre Estados Unidos y China, el cual implica una elevación del nivel de compras de productos agrícolas estadounidenses por parte de China y un primer acercamiento hacia compromisos a nivel de propiedad intelectual y subsidios del estado. Este acuerdo, en primera instancia, debería disminuir la percepción de riesgo, por lo menos en el corto plazo, lo que es favorable para los activos de riesgo y en especial para las acciones. No obstante, sigue existiendo cierta incertidumbre con respecto al surgimiento de nuevas fricciones comerciales y, por consiguiente, de las repercusiones que estas podrían tener en la actividad manufacturera, el comercio y los mercados financieros. Si bien la cristalización del Brexit ha contribuido a reducir la incertidumbre, en la zona del euro persiste cierto recelo frente a la capacidad de las partes de sellar acuerdos bilaterales suficientemente favorables para los negocios. En términos de la economía china se espera que la implementación de la fase I del acuerdo comercial y la superación de la crisis sanitaria derivada del coronavirus permitan un repunte de la actividad económica.

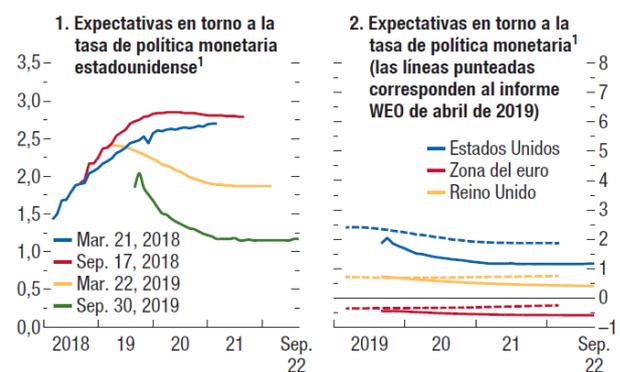
En 2019 los anuncios de política monetaria contribuyeron a un mejoramiento de las expectativas y, por consiguiente, a la evolución positiva de los principales índices bursátiles. Sin importar mucho si hablamos de renta variable o renta fija, los retornos fueron significativamente positivos, mientras que la volatilidad fue baja. A su vez, se observó una fuerte caída en los rendimientos de los bonos del tesoro americano y una contracción de los diferenciales de crédito de la deuda pública y corporativa a nivel global.

La sincronización de la política monetaria.

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 las expectativas en cuanto al futuro de estas. Los principales bancos centrales reafirmaron su intención de continuar con una política monetaria acomodaticia. Los anuncios de política monetaria siguen siendo primordiales para generar un ambiente de confianza y por consiguiente un mejoramiento de las expectativas, lo cual repercute de forma positiva en la evolución de los mercados financieros. Ver gráfico 1.

(Gráfico) Expectativas de Política Monetaria



Nota: Cuadro de la izquierda: La línea azul representa la proyección en Mar. 2018, la línea roja en Sep. 2018, la línea amarilla la proyección en Mar. 2019 y la línea verde en Sep. 2019. Cuadro de la derecha: La línea azul representa la proyección para Estado Unidos, la línea roja para Zona del euro y la línea amarilla para el Reino Unido.

Fuente: FMI, Perspectivas de la Economía Mundial, oct.2019

Entre 2015 y 2018 la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) subió su tasa de política monetaria en nueve oportunidades, llevándola del rango del 0%-0.25% al rango de 2.25%-2.50%, cerrando así un periodo de política monetaria restrictiva. En 2019, la Fed decidió cambiar su postura de la política y a partir de junio realizó tres recortes de tasas de 25 puntos básicos cada uno, ubicando de esta manera su tasa de referencia en el rango de 1.50% -1.75%, al mismo tiempo que dio un alto al proceso de disminución de su balance. Si bien un programa de flexibilización cuantitativa no estaría dentro de su abanico de

posibles medidas de política, sus recientes inyecciones de liquidez en el mercado de repos despiertan cierta suspicacia. Para el 2020 el mercado espera cierta cautela en términos de las decisiones de política monetaria y estaría proyectando solo un recorte de 25 puntos básicos en las tasas. Sin embargo, esto seguirá dependiendo del desempeño de la inflación y de la actividad económica.

Por su parte, el **Banco Central Europeo (BCE)** también hizo lo suyo, tras mantener su postura expansiva y reducir la tasa de interés aplicable a la facilidad de depósitos de -0,40% a -0,50% en septiembre de 2019. A su vez, anunció la reiniciación de su programa de flexibilización cuantitativa, mediante el cual se ejecutan compras mensuales de activos hasta por 20 mil millones de euros. Así mismo, dio a conocer la tercera fase del programa de crédito de largo plazo al sector financiero *Target Longer-Term Refinancing Operation (TLTRO III)*, a través del cual los bancos recibirán fondeo hasta por 30% de su cartera de financiación de consumo y comercial. Según el BCE, el buen 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. Sin embargo, el debilitamiento de la demanda externa y del sector industrial ha llevado al BCE a revisar a la baja sus proyecciones de crecimiento e inflación.

Al mismo tiempo, China, importante economía global, también ha implementado estímulos monetarios y fiscales, para contener la desaceleración de su economía tras un proceso de reestructuración económica y en alguna medida para aliviar el impacto de la disputa comercial con los Estados Unidos.

Mercados Financieros

¿Qué impulsó al alza de las valoraciones de los mercados financieros en 2019?

Principalmente, los estímulos monetarios iniciados por la Fed desde principios del 2019 y que otros importantes bancos centrales han venido adelantando. El carácter expansivo de los bancos centrales impulsó aún más los rendimientos referenciales a la baja y ocasionó que algunos de los principales mercados de bonos a nivel global ofreciesen rendimientos negativos. Esta caída de los rendimientos provocó un alza en los precios de los bonos en general, pero los bajos rendimientos ofrecidos por los bonos favorecieron a las acciones.

Las cotizaciones en el **mercado de renta variable** también se han visto influenciadas por la reducción de las tensiones comerciales debido a los avances en las negociaciones entre Estados Unidos y China, así como por un panorama un poco más alentador en términos de las variables macroeconómicas.

En 2019 el índice MSCI AC World, que representa el mercado global de renta variable, se apreció 27.3%, mientras que la tasa de rendimiento del bono del tesoro americano a 10 años disminuyó un -0.73% (de 2.64% a 1.91%). En términos generales, las cifras de crecimiento de los beneficios empresariales estadounidenses no superaron las expectativas en 2019. Según el informe de Factset, el cual recoge 90% de las empresas del S&P 500, el 76% de las compañías reportaron un crecimiento mínimo en sus beneficios de 0.2%, mientras que el crecimiento de las ventas estaría situándose en 4.1%.

Otro factor que impulsó las valoraciones de renta variable fue el volumen de operaciones de recompra de sus acciones por parte de las corporaciones estadounidenses. Los programas de recompra en ciertos casos buscaban mejorar la relación Beneficio por Acción, conocida en inglés como *Earnings per Share (EPS)* y, por ende, el indicador (Precio por Acción / Ganancia por Acción), en inglés *Price to Earnings Ratio (P/E)*. Sin embargo, debido al sostenido aumento de los índices bursátiles, el múltiplo P/E escaló a lo largo del año en casi cinco unidades hasta un nivel 22. Ver gráfico 2.

(Gráfico 2) Valoraciones de las acciones



Nota: Cuadro de la izquierda: Índices bursátiles. Cuadro de la derecha: coeficiente P/E desde 2015 hasta el 27 septiembre de 2019.

Fuente: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*, oct.2019

En este contexto, a pesar de que, en Estados Unidos, a inicios del 2019, lucían las valoraciones más justas y menos atractivas que en otras regiones, sus índices bursátiles superaron al desempeño anual de otros países. Si evaluamos el comportamiento de los mercados bursátiles en USD, el Standard & Poor's 500 subió +31.5%, por su parte, el índice MSCI europeo se apreció +24.6%, el MSCI de Japón +20.1% y el MSCI EM de los mercados emergentes +18.9%.

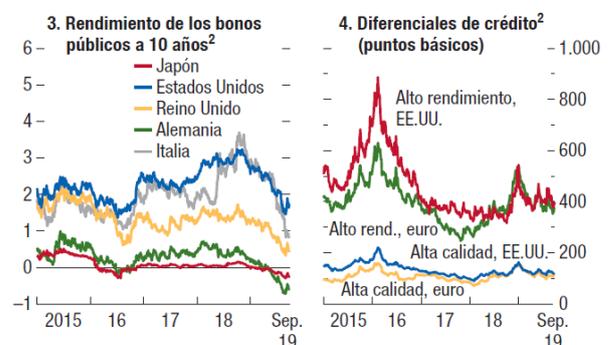
Para el 2020 dentro de un escenario de política monetaria acomodaticia, y teniendo en cuenta los bajos rendimientos en el mercado de renta fija, los activos de renta

variable podrían seguir siendo favorecidos en las preferencias de los inversionistas, aunque con una expectativa de retornos más bajos al promedio anual visto en 2019. Ya que la apreciación ya registrada en las acciones ha hecho que sus valoraciones, medidas por el coeficiente P/E, estén ya probablemente sobrevaloradas.

En términos generales las cotizaciones de los activos de riesgo durante 2020 deberían estar soportadas por factores fundamentales como: 1. Una mejora sustancial en las ganancias de las empresas, 2. Un mejoramiento de las variables macroeconómicas, 3. Una política económica favorable y los desenvolvimientos políticos, como las elecciones presidenciales en Estados Unidos, 4. Disminuciones de los riesgos geopolíticos y comerciales, 5. Fortaleza del consumo y del mercado laboral.

Pasemos ahora a analizar el **mercado de renta fija**. En 2019 este reportó un excelente desempeño en términos de sus valoraciones. Se observó una fuerte caída en los rendimientos de los bonos del tesoro americano y una contracción de los diferenciales de crédito de la deuda pública y corporativa. Ver gráfico 3.

(Gráfico 3) Rendimiento de los bonos públicos y diferenciales de crédito

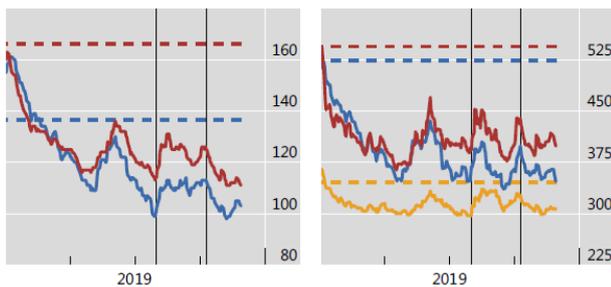


Nota: Cuadro de la izquierda: Rendimientos de los bonos soberanos en porcentaje hasta el 27 Sep. 2019. Cuadro de la derecha: La línea azul representa los diferenciales para bonos de alta calidad americanos, la línea amarilla para los bonos de alta calidad europeos, la línea roja para de alto rendimiento americanos y la línea verde para los bonos de alto rendimiento europeos.

Fuente: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*, oct.2019

La caída en los rendimientos de los bonos del tesoro americano fue más atenuada para el rango entre uno y tres años. Lo cual se tradujo en la normalización parcial de la curva, que durante gran parte del 2019 presentó una estructura inversa. Es importante resaltar que este comportamiento, donde los rendimientos de corto plazo son mayores que los de largo plazo, generó cierto grado de incertidumbre sobre las expectativas de crecimiento e inflación. El rendimiento del bono del tesoro americano con vencimiento en dos años cayó -92 puntos básicos, de 2,49% a 1,57% al cierre del 2019, mientras que el de 10 años bajó -77 puntos básicos, de 2,69% hasta 1,92% respectivamente. Estos movimientos en la curva de rendimientos conllevaron a que las valoraciones de los bonos subieran y por ende generaran retornos de aproximadamente +3,3% en la parte corta de la curva (2 años) y de casi +9% en la parte larga (10 años). Ver gráfico 4.

(Gráfico 4) Diferenciales de Crédito (puntos básicos) para bonos corporativos grado de inversión (izquierda) y de alto rendimiento (derecha)



Nota: Cuadro de la izquierda: La línea azul representa el diferencial de crédito de los bonos grado inversión europeos, la línea roja representa el diferencial de crédito de los bonos grado de inversión americanos. Cuadro de la derecha: La línea azul representa el diferencial de crédito para los bonos de alto rendimiento europeos, la línea roja para representa diferencial de crédito para bonos de alto rendimiento americanos y la línea amarilla diferencial de crédito para bonos de alto rendimiento de economías emergentes.

Fuente: Bank for International Settlement, Quarterly Review dec.2019.

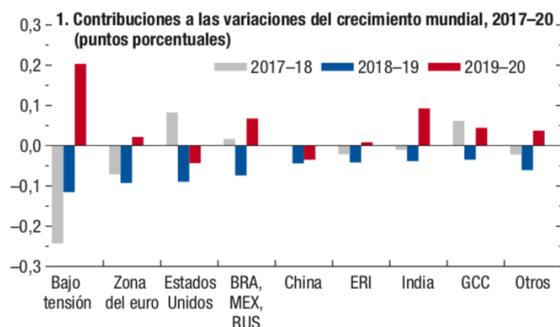
En el segmento de deuda corporativa y emergente, la disminución de los rendimientos referenciales, más la reducción de las primas de riesgo, así como la búsqueda de mayores rendimientos, derivaron en retornos más atractivos que los de los bonos soberanos de

referencia de los países desarrollados. En el caso de los bonos corporativos de alta calidad crediticia estadounidense se observó una disminución del diferencial de crédito cercana a -60 puntos básicos. Por otra parte, los bonos de alto rendimiento y baja calidad crediticia estadounidenses experimentaron una contracción de su diferencial de crédito de -176 puntos básicos. En Europa, los de alta calidad crediticia presentaron una reducción de -60 puntos básicos, mientras que los de alto rendimiento de -198 puntos básicos. Finalmente, en el espectro de los bonos soberanos emergentes, el retorno fue de casi +14% y la reducción del diferencial de crédito fue de -156 puntos básicos.

Perspectivas Regionales

La actividad económica global pareciera estar llegando a un punto de inflexión para entrar en un proceso de recuperación. Continúan destacando el mercado laboral americano, y la resistencia del sector financiero y de los servicios en general. Por otra parte, se vislumbra una desaceleración marcada en la actividad económica de las economías de los mercados emergentes. A la contracción de la demanda de economías importadoras de materias primas como China e India, se suman las tensiones sociales en algunas economías latinoamericanas. Ver gráfico 5.

(Gráfico 5) Contribución regional al crecimiento mundial



Fuente: FMI, Perspectivas de la Economía Mundial, oct.2019

Para la economía estadounidense se prevé que el crecimiento sea menos robusto de lo esperado. El FMI revisó el supuesto de una política fiscal activa, poniéndola en neutral. Así mismo, adjudica menos impacto positivo al relajamiento de las condiciones financieras. Igualmente, las tensiones comerciales continúan afectando la confianza de los inversionistas. En comparación con las proyecciones de octubre, en enero, el FMI ajustó a la baja su estimación del crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) real de 2.4% a 2.3% para el 2019 y de 2.1% a 2% para el 2020. La tasa de desempleo continúa mostrando una tendencia decreciente, situándose en 3.6% en enero. Sin embargo, los salarios nominales siguen sin aumentar sustancialmente y por consiguiente sin crear presiones inflacionarias significativas. Según el FMI, los efectos positivos en el crecimiento del PIB derivados del buen desempeño del empleo, del consumo privado y del sector de servicios han sido parcialmente amortiguados por la falta de vigor que registraron la inversión y el gasto público.

Sin embargo, como ya lo hemos venido señalando, el crecimiento sigue determinado por factores de política económica, como la política comercial y monetaria, así como por factores estructurales como el tímido crecimiento de la productividad y el envejecimiento de la población.

Las variables macroeconómicas en la zona euro siguen estables y el crecimiento económico, aunque bajo, es más sincronizado entre los diferentes países. Se destaca la desaceleración de la actividad económica en Alemania. El FMI ajustó a la baja las

proyecciones de crecimiento para la zona euro de 1.3% a 1.2% para el 2019 y de 1.4% a 1.3% para el 2020. Estas estimaciones implican un repunte de la actividad económica en 2020 y 2021. El consumo de los hogares, y por ende la demanda interna, se ha visto estimulado por las mejores condiciones en el mercado laboral. Sin embargo, el Índice de Gestión de Compras (*Purchasing Managers Index, conocido como PMI*)¹ sugiere que la incertidumbre derivada de las tensiones comerciales está haciendo mella en la confianza de las empresas del sector industrial. Ver gráfico 6.

(Gráfico 6) 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 1/2020

El desempeño de la economía de la zona euro sigue determinado por los impulsos derivados del crecimiento del empleo y de los niveles de ingreso que estimulan el consumo y por consiguiente a la demanda interna, así como por el mejoramiento de las condiciones financieras y los efectos positivos de la política monetaria acomodaticia. También por la reducción del riesgo político. No obstante, posibles tensiones comerciales con Estados

¹ 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.

Unidos representarían un riesgo para el proceso de consolidación.

El crecimiento de la economía alemana ha estado marcado por el deterioro de la actividad manufacturera, principalmente en el sector automotriz. En términos generales, el sector exportador se ha visto afectado por el debilitamiento de la demanda externa. Por otra parte, la demanda interna es robusta gracias a niveles de consumo y de inversión saludables. El ámbito político sigue marcado por el debilitamiento del partido cristianodemócrata de la canciller alemana Ángela Merkel. El FMI estima que la economía alemana estará creciendo a una tasa del 0.5% en 2019, lo cual representa una reducción de -0.1% con respecto al estimado de octubre, mientras que para el 2020 proyecta una tasa de crecimiento mayor de 1.1%. Para la economía francesa, el FMI mantuvo su predicción de crecimiento en 1.3% para el 2019 y 2020 respectivamente. Se espera que el ambiente positivo para la inversión se afiance con las reformas económicas adelantadas por el presidente Emmanuel Macron, como la reforma laboral y al sistema de pensiones. Según el FMI, la economía italiana se estaría debilitando frente a 2018, creciendo a una tasa de 0.2% en 2019 y de 0.5% en 2020. Se observa un desmejoramiento del consumo privado, al igual que efectos negativos derivados del debilitamiento de la demanda externa. La economía española, con una tasa de crecimiento robusta en los últimos años, se estaría desacelerando. El FMI redujo su estimación para el 2019 en 0.2% y proyecta un crecimiento de solo 2%. Para 2020 aunque aun creciendo por encima del promedio europeo a una tasa de 1.6%, la economía española estaría

mostrando una desaceleración de su crecimiento frente a 2019.

A pesar de la cristalización de una salida ordenada de la Unión Europea, el panorama económico del Reino Unido seguirá perturbado por la incertidumbre respecto al futuro de las nuevas relaciones políticas y económicas con la Unión Europea. Sin embargo, el entorno político ha mejorado sustancialmente para la toma de decisiones de inversión ya que se espera un proceso ordenado en la búsqueda de acuerdos que reglamenten las nuevas relaciones económicas con Europa. El FMI estima un crecimiento económico de 1.3% en 2019, y un repunte para el 2020, proyectando una tasa de crecimiento de 1.4%.

Para la economía japonesa, el FMI ajustó al alza su estimado de crecimiento de 0.9% al 1% para 2019 y de 0.5% al 0.7% para 2020. El mejor desempeño del consumo privado y de la inversión explican el mejoramiento en las previsiones económicas.

El FMI proyecta que **la economía china** estaría creciendo a una tasa de 6% y 5.8% para el 2019 y el 2020, respectivamente. Esto representa una revisión a la baja de 0.1% para el 2019, con respecto al estimado de octubre. Se espera que el acuerdo comercial fase I con Estados Unidos sea el comienzo de un periodo de calma en términos de fricciones comerciales y, por consiguiente, traiga efectos positivos a la actividad comercial. Sin embargo, las consecuencias económicas derivadas del coronavirus generan cierta incertidumbre. 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.

En resumen, seguimos pensando que el entorno macroeconómico estará determinado por las decisiones de política económica que se tomen en las economías avanzadas. Un agudizamiento de las fricciones comerciales, 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 y en línea con su tolerancia al riesgo.

Portafolios Discrecionales

Las siguientes tablas muestran los rendimientos porcentuales para los cuatro trimestres del año 2019, así como el rendimiento acumulado del año pasado.

| Clase de Activo | | 1er tri. 2019 | 2do tri. 2019 | 3er tri. 2019 | 4to tri. 2019 | Año 2019 |
|-----------------|--|---------------|---------------|---------------|---------------|----------|
| Renta Fija | Gobierno Americano (10 años) | 3.1 | 4.2 | 3.2 | -0.8 | 10.0 |
| | Grado de Inversión Americana | 2.9 | 3.1 | 2.3 | 0.2 | 8.7 |
| | Alto Rendimiento Americana | 7.4 | 2.6 | 1.3 | 2.6 | 14.4 |
| | Soberana de Mercados Emergentes (USD) | 6.6 | 3.8 | 1.3 | 2.1 | 14.4 |
| Renta Variable | Empresas Americanas de Alta Capitalización | 13.7 | 4.3 | 1.7 | 9.1 | 31.5 |
| | Empresas Europeas | 11.0 | 4.9 | -1.8 | 8.9 | 24.6 |
| | Empresas Japonesas | 6.9 | 1.1 | 3.3 | 7.7 | 20.1 |
| | Empresas en Mercados Emergentes | 10.0 | 0.7 | -4.1 | 11.9 | 18.9 |

Rendimientos en dólares para los siguientes índices:

Renta Fija: Gobierno Americano 10 años (FTSE 10-YEAR TREASURY BENCHMARK), Grado de Inversión Americana (BB BARCLAYS US AGGREGATE), Alto Rendimiento Americana (ICE BOFA ML US HIGH YIELD), Soberana de Mercados Emergentes (JPM EMBI GLOBAL)

Renta Variable: Empresas Americanas de Alta Capitalización (S&P 500TR), Empresas Europeas (MSCI EUROPE), Empresas Japonesas (MSCI JAPAN), Empresas en Mercados Emergentes (MSCI EM)

Portafolios globales compuestos por fondos mutuales

| Carteras Modelo | | 1er tri. 2019 | 2do tri. 2019 | 3er tri. 2019 | 4to tri. 2019 | Año 2019 |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------|
| GLOBALES USD | Moderado | 4.7 | 2.6 | -0.1 | 2.1 | 9.6 |
| | Moderado 1.5X | 6.7 | 3.2 | -0.5 | 2.7 | 12.4 |
| | Equilibrado | 7.4 | 2.7 | -0.1 | 4.1 | 14.6 |
| | Crecimiento | 9.6 | 2.5 | -0.3 | 5.7 | 18.4 |
| | Dinámica | 7.2 | 2.5 | -0.2 | 4.0 | 14.0 |
| | Conservador | 2.8 | 2.1 | 1.0 | 0.7 | 6.7 |
| GLOBALES EUR | Moderado | 4.1 | 1.7 | 0.0 | 0.8 | 6.8 |
| | Moderado 1.5X | 6.2 | 2.4 | -0.1 | 1.1 | 9.8 |
| | Equilibrado | 6.2 | 2.2 | -1.4 | 2.7 | 9.9 |
| | Crecimiento | 8.1 | 2.6 | -1.7 | 4.3 | 13.6 |

1) Desempeños basados en rendimiento total de los fondos mutuales subyacentes. Retornos en portafolios personales pueden ser diferentes. Los desempeños históricos no garantizan desempeños futuros.

Portafolios de renta fija compuestos por bonos individuales

| Carteras Modelo | | 1er tri. 2019 | 2do tri. 2019 | 3er tri. 2019 | 4to tri. 2019 | Año 2019 |
|---------------------------|-------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------|
| Portafolios de Renta Fija | Portafolio de Renta Fija (FIP) 2-5 | 2.8 | 1.7 | 1.5 | 1.6 | 7.8 |
| | Portafolio de Renta Fija (FIP) 5-10 | 5.7 | 3.5 | 2.3 | 2.2 | 14.3 |
| | Portafolio de Renta Fija (FIP) 8-12 | 6.6 | 4.2 | 2.7 | 2.0 | 16.5 |

1) Desempeños no incluyen reinversión de cupones. Retornos en portafolios personales pueden ser diferentes. Los desempeños históricos no garantizan desempeños futuros.

Los portafolios de renta fija tuvieron un excelente desempeño en 2019. La estrategia con una estructura de vencimientos entre 8 y 12 (FIP 8-12) años supero las demás estrategias obteniendo un rendimiento de 16.5%, la estrategia con vencimientos entre 5 y 10 años (FIP 5-10) alcanzó un rendimiento de 14.3% mientras que la estrategia con vencimientos de corto plazo, entre 2 y 5 años (FIP 2-5), obtuvo un rendimiento de 7.8%. Las valoraciones de los bonos de grado de inversión se incrementaron debido a una fuerte caída en los rendimientos de los bonos del tesoro americano y una contracción de los diferenciales de crédito de la deuda pública y corporativa a nivel global. A su vez la postura expansiva de los bancos centrales empujó las valoraciones de los títulos de renta variable y de los bonos de menor calidad crediticia.

Las siguientes tablas muestran los rendimientos anuales para periodos que terminan el 31 de diciembre del 2019.

Portafolios de renta fija compuestos por bonos individuales

| Carteras Modelo | | Rendimiento Anualizado | | | |
|---------------------------|-------------------------------------|------------------------|--------|--------|--------------|
| | | 1 año | 2 años | 3 años | desde inicio |
| Portafolios de Renta Fija | Portafolio de Renta Fija (FIP) 2-5 | 7.8 | 3.7 | 3.7 | 3.4 |
| | Portafolio de Renta Fija (FIP) 5-10 | 14.3 | 6.0 | 6.2 | 5.9 |
| | Portafolio de Renta Fija (FIP) 8-12 | 16.5 | 5.5 | 6.0 | 4.8 |

1) Desempeños no incluyen reinversión de cupones. Retornos en portafolios personales pueden ser diferentes. Los desempeños históricos no garantizan desempeños futuros.

Portafolios globales compuestos por fondos mutuales

| Carteras Modelo | | Rendimiento Anualizado | | | |
|-----------------|---------------|------------------------|--------|--------|--------------|
| | | 1 año | 3 años | 5 años | desde inicio |
| GLOBALES USD | Moderado | 9.6 | 4.8 | 3.3 | 4.7 |
| | Moderado 1.5X | 12.4 | 5.6 | n.a. | 3.7 |
| | Equilibrado | 14.6 | 6.6 | 4.0 | 5.8 |
| | Crecimiento | 18.4 | 7.3 | 3.7 | 5.4 |
| | Dinámica | 14.0 | 6.1 | 3.4 | 4.4 |
| | Conservador | 6.7 | 2.1 | 1.1 | 1.0 |

| | | | | | |
|--------------|---------------|------|-----|------|-----|
| GLOBALES EUR | Moderado | 6.8 | 2.8 | n.a. | 2.8 |
| | Moderado 1.5X | 9.8 | 4.2 | n.a. | 4.1 |
| | Equilibrado | 9.9 | 4.3 | n.a. | 4.2 |
| | Crecimiento | 13.6 | 4.6 | n.a. | 4.8 |

1) Desempeños basados en rendimiento total de los fondos mutuales subyacentes. Retornos en portafolios personales pueden ser diferentes. Los desempeños históricos no garantizan desempeños futuros.

Durante el cuarto trimestre todas las carteras tuvieron un desempeño muy favorable. Las estrategias más agresivas superaron en términos de rendimiento a las más conservadoras debido a la fuerte subida de la renta variable.

El Portafolio Moderado avanzó 2.1%, el Portafolio Moderado con Apalancamiento 2.7%, el Portafolio Equilibrado 4.1% y el

Portafolio de Crecimiento 5.7%. El Portafolio Dinámico, ubicado en la estrategia equilibrada, avanzó 4.0% mientras que la estrategia conservadora, que tiene como objetivo la preservación de capital alcanzó un retorno del 0.7%.

Las rentabilidades de los Portafolios Globales EUR reflejan en gran medida las cifras alcanzadas por los Portafolios Globales en USD, descontado el costo de la cobertura por riesgo cambiario.

Durante el último trimestre aumentamos la exposición a bonos de alto rendimiento en los portafolios Moderados y añadimos a duración.

En los portafolios equilibrados y de crecimiento redujimos la exposición a acciones europeas y japonesas y aumentamos la posición en un portafolio de acciones globales de alta capitalización con características defensivas.

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 más 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 crédito (*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 con 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 con sus obligaciones de pago del principal y los intereses de acuerdo con 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 en 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.

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.