

CARTA TRIMESTRAL

Zúrich, 24 Julio 2014

Nº5

Burbujas

Si un astronauta hubiera iniciado una misión espacial a principios de 2007 y estuviera regresando este año, le sería difícil imaginar que durante su viaje hemos vivido una de las crisis financieras más fuertes de la historia. El índice S&P 500 sigue rompiendo récords, alcanzando máximos históricos. Hasta el momento en el que se escribe este artículo este índice había superado los 1970 puntos. Como referencia, en 2007 su nivel más alto llegó hasta los 1565 puntos. Adicionalmente, las primas de riesgo crediticio se encuentran en niveles muy bajos, los precios de los inmuebles en EE.UU mantienen una tendencia alcista y la volatilidad en los mercados financieros es bastante baja.

A pesar de la euforia en el mercado de capitales, la economía real no termina de consolidar su recuperación y el crecimiento económico continúa en niveles muy modestos, un ejemplo de esto es la desaceleración de la economía estadounidense en el primer trimestre del 2014. De acuerdo con la última estimación del Departamento de Comercio estadounidense, el PIB real cayó -2.9% en el primer trimestre del 2014 y en el mismo trimestre los rendimientos de las empresas bajaron un -9.10%. La discrepancia entre el comportamiento del mercado de capitales y de la economía real nos lleva a preguntarnos si estas no son señales que vislumbran la presencia de una burbuja en el mercado de activos.

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.

¿Estamos en una burbuja?

Durante los últimos 18 meses se ha mencionado la formación de posibles burbujas en los precios de diferentes clases de activos. Incluso la Reserva Federal y el Bank for International Settlements (BIS) han hecho referencias a ello recientemente.

El interés en el tema proviene del aumento sostenido en los precios de las acciones, bonos, inmuebles e incluso obras de arte, desde comienzos de 2009 y, con mayor velocidad, desde el año 2013.

Algunos precios han alcanzado niveles récord, lo cual no es fácil de explicar dado el crecimiento económico débil, desempleo elevado y bajo crecimiento en el nivel de sueldos.

La justificación del alza se enfocó primero en la salud financiera y utilidad de las empresas. Luego en las medidas extraordinarias de estímulo que han implementado los bancos centrales, inyectando liquidez a tasas históricamente bajas, lo que ha ocasionado una mayor demanda por activos rentables. El financiamiento a tasas bajas ha hecho que las inversiones de tipo especulativo también se incrementen.

Justo después de la crisis, los inversionistas mantenían frescos los recuerdos de las caídas en acciones e inmuebles y por ello prefirieron invertir en bonos hasta el punto en que los rendimientos dejaron de ser atractivos. Dejando de lado los malos recuerdos, los inversionistas reorientaron sus flujos una vez más hacia las acciones y los inmuebles.

Situación Actual

Con tasas de rendimiento de 2.5% para **bonos** del Tesoro Americano a 10 años (vs. Inflación de 2.1%), y las primas por riesgo de crédito haciéndose cada vez menores (100 puntos promedio para buena calidad), el

rendimiento esperado de los bonos es bajo. Algunos expertos aseguran que estamos ante una nueva realidad de bajo crecimiento e inflación y que, por ello, los precios estarían justificados. Si bien lo anterior podría ser cierto, y el nivel actual sostenible, no cambia el hecho que los rendimientos futuros a partir de estos niveles van a ser bajos.

En el caso de las **acciones**, y en particular para las acciones norteamericanas, los precios han llegado a récords históricos. Al compararlos con las utilidades, con y sin ajustes, las valoraciones lucen igualmente elevadas. Similar que con los bonos, algunos expertos argumentan que las tasas bajas y el atractivo relativo de las acciones justifican las valoraciones actuales. Lo anterior podría ser cierto y darle sostenibilidad a los niveles actuales pero no cambia que los rendimientos futuros a partir de estos niveles van a ser más bajos.

Para el caso de los **inmuebles**, y con contadas excepciones, los índices de asequibilidad han ido empeorando dado que, a pesar de mantenerse las tasas bajas, el aumento en los sueldos y salarios ha estado rezagado con respecto al aumento en los precios de las viviendas.

Por último, en el mercado del **arte**, las dos principales casas de subastas reportan crecimientos en ventas de entre 12 y 22% con respecto al mismo semestre del año anterior.

En conclusión, algunos de los principales mercados parecieran caros pero es posible justificar los precios actuales ante las expectativas de recuperación económica y de la continuación de las políticas monetarias expansivas. La posibilidad de un ajuste fuerte a corto plazo luce entonces mitigada por la acción de los bancos centrales. Sin embargo, es también evidente que sin una estrategia apropiada los rendimientos esperados pudieran no estar compensando los riesgos asumidos.

¿Qué hacer ante una burbuja?

Los inversionistas más celebres nos han recordado una y otra vez que las mejores inversiones se hacen cuando las personas tienen poco interés o incluso miedo en hacerlas. Invertir o permanecer invertido durante una burbuja resultaría en lo contrario.

Ante un riesgo de burbuja, la opción obvia para muchos inversionistas consiste en ir aumentando las posiciones de efectivo a medida que los activos empiezan a lucir caros y esperar hasta la eventual corrección para reinvertirlos. La dificultad principal de esta alternativa consiste en el costo de oportunidad (se podría agregar el costo emocional) de ver cómo el mercado continúa subiendo sin participar en ello. Las correcciones pueden ocurrir pronto o tomar años. El nivel de valoración actual en el mercado de acciones es elevada pero no ha llegado al punto de implosión de burbujas pasadas.

Si bien aumentar el efectivo tiene sentido y es recomendable hasta cierto punto, algunos inversionistas optan por incluir activos con correlaciones negativas, es decir, activos que aumentarían de valor cuando los otros disminuyen. Este principio es la esencia de los portafolios que incluyen varias clases de activos, incluyendo bonos de alta calidad, inversiones alternativas e incluso oro. En momentos de crisis, el capital suele refugiarse en estos activos y su precio aumenta. Tener una parte del portafolio en ellos es especialmente recomendable cuando se entra en territorio de sobrevaloraciones.

En la actualidad los bonos de buena calidad a corto plazo tienen rendimientos tan bajos que la diferencia entre esperar invertidos en ellos o en efectivo es muy pequeña. El riesgo de ir a plazos largos es que la volatilidad de precios aumenta. La cual también aumenta cuando los cupones (intereses) son más bajos debido a la mayor Duración (*Duration*).

En un escenario como el actual, esta opción debería incluir también alguna exposición a activos de renta fija con buenos rendimientos corrientes (mercados emergentes, corporativos) de manera de disminuir un poco la magnitud del ajuste (por su atractivo relativo) y de obtener una compensación suficiente mientras se espera.

Todo lo anterior se suele combinar con una reducción paulatina en la exposición a los activos más caros invirtiendo en aquellos que todavía no lo son tanto. La expectativa es que si el mercado continúa al alza los activos más baratos tendrían todavía espacio para apreciarse mientras que, si el mercado corrigiera, los activos más baratos perderían menos valor.

En vista de las condiciones de mercado, Mercantil Bank (Schweiz) recomienda a sus clientes de **corretaje** comenzar a implementar combinaciones de las estrategias arriba citadas dependiendo del perfil del cliente y de la composición de su portafolio de inversión. En este sentido, sugerimos ponerse en contacto con su Gerente de Relación para discutir alternativas para disminuir el riesgo en su portafolio de inversiones.

Para aquellos clientes invertidos en **mandatos de gestión**, el comité de inversión ha venido adaptando la mezcla de activos y el tipo de fondos que utilizamos a las condiciones de mercado, tanto desde el punto de vista de valoraciones como desde el punto de vista de riesgos. A algunos clientes que hayan asumido riesgos adicionales durante la fase alcista les podría convenir reducir un poco su exposición, bien sea transfiriendo parte de su capital a un portafolio menos arriesgado, o colocando una parte en los portafolios dinámicos que incluyen la posibilidad de modificar su composición reaccionando ante cambios en las tendencias.

FATCA

- El primero de julio entró en vigencia FATCA (“Foreign Account Tax Compliance Act” o Ley de Cumplimiento Fiscal para Cuentas Extranjeras).
- FATCA es una ley de los EE.UU. que tiene repercusión sobre las instituciones financieras en el resto del mundo, inclusive en Suiza.
- El objetivo de FATCA es reducir la evasión de impuestos de los sujetos fiscales de los EE.UU.
- Bajo FATCA estamos obligados a identificar a los sujetos fiscales de los EE.UU. que tengan cuentas con nosotros.
- Dicha información debe ser provista a las autoridades de impuestos de los EE.UU. previo consentimiento del cliente.
- Si el cliente no otorga su consentimiento, la información deberá ser entregada pero de forma consolidada y sin identificación del cliente.
- Los EE.UU. se reservan el derecho de solicitar levantar el secreto bancario por vía administrativa entre gobiernos.
- Hemos implementado una nueva planilla de recaudación de información enfocada en establecer la ciudadanía de los EE.UU. (incluso si fuera doble, residiera fuera de los EE.UU., se obtuvo por nacimiento y luego se renunció a ella, etc.) o la residencia permanente (“green card”, presencia sustancial, etc.)
- Esta planilla debe ser completada al momento de la apertura y cada tres años a menos que ocurra un cambio de circunstancias que conviertan al cliente en sujeto fiscal de los EE.UU. En dicho caso deberá informarlo de forma oportuna y otorgar el consentimiento para el intercambio de información.
- Para mayores detalles, le rogamos ponerse en contacto con su Gerente de Relación.

Anuncios

- A partir de Julio estaremos actualizando nuestros registros de Conozca a su Cliente y para ello lo estaremos contactando. La información recabada nos permite adaptar nuestra oferta de productos y servicios y es esencial para el monitoreo y prevención del lavado de dinero. En este sentido, contar con información completa y actualizada ahorra tiempo y molestias. Muchas gracias por su colaboración.
- ¿Sabía que cada Gerente de Relación trabaja en equipo con otro gerente y un asistente? Cualquiera de estas tres personas lo pueden ayudar en caso de necesidad. Si todavía no conoce a su equipo, por favor pídanos los nombres y datos de contacto.
- Pregunte a su Gerente de Relación acerca de las líneas de crédito Lombardas con garantía de su cartera de inversiones. La forma más conveniente de contar con liquidez cuando y como la necesite.
- Tenemos un nuevo folleto con información de interés acerca de los diferentes tipos de órdenes en mercados de capitales. Si lo desea, por favor solicite una copia a su Gerente de Relación.
- Nuestro horario de atención:
Lunes a jueves hasta las 7:30 pm
Viernes hasta las 6:30 pm
Horas del Centro de Europa.

Mercantil Bank (Schweiz) AG
Talacker 42, 5to Piso
8001 Zurich, Suiza

T: +41 43 344 4555
F: +41 43 334 4550

mercantilbanksuiza.com

Avisos Legales

La información presentada es de carácter general y no constituye una oferta, solicitud, o recomendación personalizada para adquirir o disponer de alguna inversión, o para iniciar alguna transacción.

Esta publicación no está dirigida a ninguna persona que se encuentre en una jurisdicción donde por cualquier causa su publicación esté prohibida.

Usted acuerda que no publicará, difundirá, retransmitirá, reproducirá, o explotará comercialmente, el contenido de esta publicación. Sin embargo, usted podrá descargar e imprimir copias físicas para su uso personal.

La información contenida en esta publicación ha sido obtenida por Mercantil Bank (Schweiz) AG ("MBS") a partir de fuentes consideradas confiables. Si bien MBS ha tomado precauciones razonables para asegurarse de que la información es precisa en el momento de su publicación, MBS no garantiza la exactitud, fiabilidad e integridad de dicha información, la cual está sujeta a cambios sin previo aviso.

Al utilizar dicha información, usted libera y exonera a MBS de cualquier responsabilidad por pérdidas, daños y perjuicios, directos o indirectos, que puedan resultar de tal uso. La información suministrada en esta publicación no debe considerarse, por consiguiente, como una referencia única para las decisiones de inversión u otras que vaya a tomar. Por favor, consulte a su Gerente de Relación antes de tomar cualquier decisión sobre sus inversiones.