

## CARTA TRIMESTRAL

Zúrich, 29 de Julio 2016

Nº12

### En este número

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

### Perspectivas Económicas

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

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

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

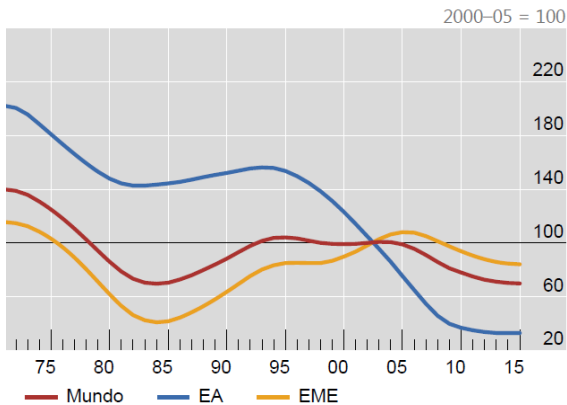
El Banco de Pagos Internacionales (BPI), mejor conocido como el banco de los bancos centrales, en su reporte de junio señala que la evolución de unos indicadores económicos podría estar perturbando el rumbo de la economía global.

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

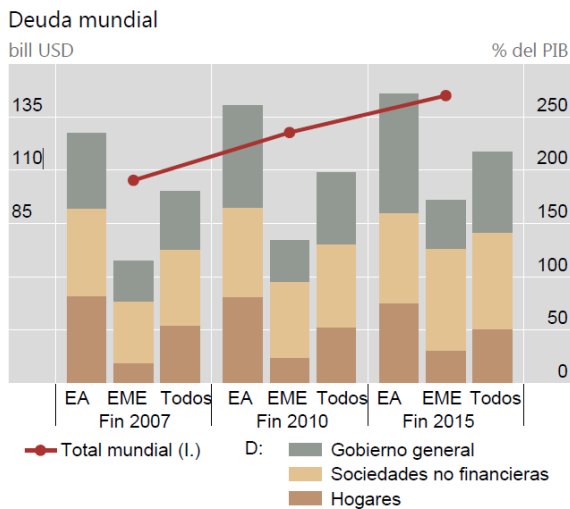
Miremos estos puntos con más detalle: Actualmente se observan comportamientos divergentes en variables macroeconómicas como el empleo y el crecimiento del PIB.

Mientras las tasas de empleo siguen mejorando en las economías avanzadas, principalmente en Estados Unidos, el crecimiento del PIB sigue siendo modesto. Lo cual se convierte en un indicador de que el crecimiento de la productividad laboral continúa en un nivel bajo. Ver gráfico a continuación<sup>1</sup>

Crecimiento de la productividad laboral<sup>1</sup>



De otra parte, la participación de la deuda sobre el PIB continúa creciendo. Aunque en la mayoría de las economías avanzadas se ha visto un proceso de desapalancamiento del sector privado, el endeudamiento del sector público se mantiene alto. Esta situación no ha permitido un ajuste de los niveles de endeudamiento en la economía global. Ver gráfico a continuación<sup>2</sup>



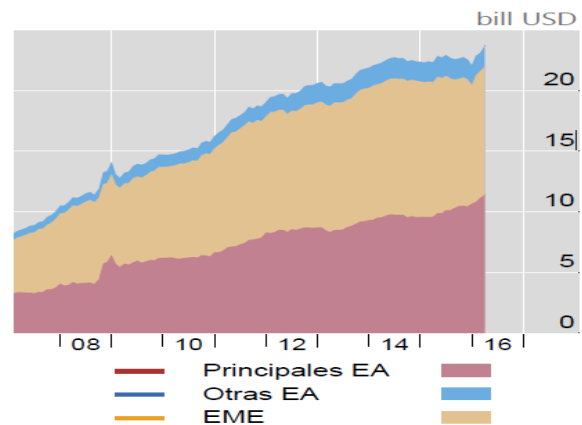
<sup>1</sup> Bank for International Settlement Annual Report, 2016

<sup>2</sup> Bank for International Settlement Annual Report, 2016

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

A pesar de que los bancos centrales de las principales economías avanzadas han expandido sus balances en aproximadamente USD 5 millones de millones desde el 2009<sup>3</sup>, el crecimiento de la economía mundial sigue siendo desigual e inestable.

Activos totales de bancos centrales



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

<sup>3</sup> Bank for International Settlement Annual Report, 2016

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

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

Analicemos ahora el ambiente macroeconómico actual desde las perspectivas regionales

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Inversiones Apalancadas

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Relación acerca de las posibilidades de realizar inversiones apalancadas.

## Productos

Muy pronto estaremos lanzando un nuevo servicio de inversión asesorada (Asesoría No Discrecional de Administración de Activos). Bajo este nuevo servicio el cliente podrá participar en la toma de decisiones de su inversión de la mano de nuestros Gerentes de Relación y con apoyo de nuestros Gerentes de Portafolio.

Como en cualquier servicio de asesoría, el primer paso consiste en establecer el Perfil del Cliente, lo que nos permite determinar el nivel de riesgo máximo que puede ser asumido, y el Perfil del Portafolio, lo que nos permite establecer el objetivo de la inversión y los parámetros de manejo.

Una vez hemos corroborado que el Perfil del Portafolio es coherente con el Perfil del Cliente, el Gerente de Portafolios preparará una propuesta de inversión acorde a las necesidades y preferencias del cliente. El Gerente de Relación procederá a presentar la propuesta al cliente y juntos podrán discutir los detalles de la implementación. Si el cliente desea hacer cambios a la propuesta podrá hacerlos siempre y cuando no violen los parámetros de diseño.

Los parámetros de diseño establecen porcentajes máximos de exposición dependiendo de las características de los distintos componentes y cierto nivel de diversificación. Los parámetros de diseño buscan controlar riesgos y aumentar probabilidad de alcanzar los objetivos de inversión

Si el cliente desea alterar la composición del portafolio saliéndose de estos parámetros podrá hacerlo pero desde su cuenta de Corretaje.

Parte del servicio de asesoría incluye reportes de desempeño y el monitoreo periódico de las posiciones que fueron recomendadas por el Banco y/o que pertenecen al universo de componentes con los que trabaja el Banco para este tipo de portafolios.

Cuando el Banco detecte una violación de parámetros de diseño, informará al cliente quien deberá decidir si desea efectuar los cambios sugeridos u otros similares.

Para llevar una relación de servicio de inversión asesorada de forma exitosa es muy importante mantener una comunicación fluida entre el cliente y el Banco. Este tipo de servicio es recomendable para aquellos clientes que desean participar activamente en el manejo de sus inversiones. Para aquellos clientes que prefieren no participar o no tienen tiempo para hacerlo les recomendamos los Portafolios Discrecionales.

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

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

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

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

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

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

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

## Anuncios

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

Mercantil Bank (Schweiz) AG  
Kasernenstrasse 1, 3er piso  
8004 Zürich, Suiza

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

[www.mercantilbanksuiza.com](http://www.mercantilbanksuiza.com)

## Avisos Legales

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

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

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

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

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