

## CARTA TRIMESTRAL

Zúrich, 31 Julio 2015

Nº9

### En este número

- Perspectivas Económicas (pág. 1)
- Comportamientos Irracionales (pág. 3)
- Fondos de Inversión libres de Retrocesiones (pág. 5)
- Anuncios (pág. 6)

### Perspectivas Económicas

El primer semestre del año en curso abrió nuevas interrogantes respecto al crecimiento económico mundial. De acuerdo con el reporte de julio del Fondo Monetario Internacional (FMI), el crecimiento de la economía mundial fue de 2.2% en el primer trimestre del 2015, situándose 0.8% por debajo de las previsiones de abril. En el mismo estudio el FMI redujo las proyecciones de crecimiento del producto interno bruto (PIB) mundial para el 2015 del 3.5% al 3.3%, un nivel que es menor al registrado en 2014. No obstante, para el 2016 el FMI mantiene estable su proyección de crecimiento de 3.8%.

El rumbo de la economía y de los mercados durante el segundo semestre estará marcado por tres factores básicos:

1. la desaceleración de la economía china.
2. la tendencia negativa en el precio de las materias primas y su impacto en los mercados emergentes, en especial, en los países de América Latina.
3. la posible decisión de la Reserva Federal (Fed) de aumentar la tasa de interés de referencia (Federal Funds Rate).

En este artículo analizaremos estos factores y sus implicaciones con más detalle.

### Perspectivas para la economía China

En el segundo trimestre de 2015 el PIB chino creció a una tasa de 7%, cumpliendo de esta manera el objetivo de crecimiento propuesto por el gobierno y sobrepasando las expectativas del mercado. Sin embargo, la economía china no se muestra tan robusta como en el pasado y según el FMI estaría creciendo en 2015 y 2016 a una tasa de 6.8% y 6.3% respectivamente.

La economía de este país se encuentra en un proceso de transición, pasando de un modelo de crecimiento basado en las exportaciones, la industria y la inversión a uno con más participación de los servicios y del consumo interno. Este proceso de rebalanceo ha implicado una reducción de la inversión, un enfriamiento de la actividad industrial y una menor generación de crédito. Por otra parte, el estímulo que se esperaba para el consumo, derivado de los bajos precios en el mercado de materias primas, no se ha visto reflejado en un aumento proporcional en la demanda doméstica.

La desaceleración económica ha venido acompañada de una corrección de los excesos en los mercados inmobiliario y financiero. El índice compuesto de Shanghái, que representa el mercado bursátil local, se desplomó en el mes de julio, después de haber subido en el transcurso del año en un 59%, pasando de 3234 puntos hasta los 5160 puntos. Hasta el momento en que se redacta este artículo el índice había alcanzado su nivel más bajo en el mes de julio en 3383 puntos. Esta fuerte corrección ha llevado a las autoridades chinas

a tomar medidas para contener la caída de los precios de las acciones y reducir la volatilidad, entre otras, interrumpir la cotización de alrededor del 50% de las acciones que componen el índice y relajar los requerimientos de margen y de colateral de las posiciones apalancadas.

La debilidad del mercado inmobiliario, el cual ha sido en el pasado el motor de alrededor del 15% del crecimiento económico, y la caída de los precios en el mercado de renta variable representan un riesgo para el nuevo modelo de desarrollo al crear un efecto riqueza negativo.

La desaceleración de la economía china y los movimientos desestabilizantes en el precio de los activos conllevan un riesgo para el crecimiento de la economía mundial debido al impacto negativo que pueden tener en las economías de los mercados emergentes y en los mercados financieros.

### **Perspectivas económicas para América Latina**

Después de casi una década de expansión económica a una tasa promedio de 4.6% -que terminó en el 2012- e impulsada en gran parte por altos precios de las materias primas, las perspectivas de crecimiento para la región son poco prometedoras. El FMI redujo este mes sus proyecciones de crecimiento para América Latina y el Caribe de 0.9% a 0.4% en 2015 y de 2.0% a 1.7% en 2016, con lo cual la región acumula cerca de media década creciendo por debajo de su potencial.

La menor demanda global de materias primas, producto de la desaceleración de la economía china, su principal consumidor, continuará presionando los precios a la baja, afectando negativamente la actividad económica de la región. Este escenario ha llevado a un deterioro de los términos de intercambio de los países latinoamericanos (el precio de sus exportaciones en términos del precio de sus importaciones) y por consiguiente del consumo. Asimismo, el FMI ha encontrado una

correlación positiva entre el precio de las materias primas y la inversión en la región.

Otro factor que ha venido afectando a estas economías es la devaluación de sus monedas frente al dólar, que encarece el pago de las obligaciones externas y de los productos importados. Desde mediados del 2014 y hasta el momento en que se escribe este artículo el índice de JP Morgan de monedas latinoamericanas había caído en un 23%.

Por último, una posible subida de la tasa de interés de referencia por parte de la Fed implicará un aumento de los costos de la financiación externa, lo que a su vez tendría repercusiones en la inversión agregada. En el pasado, una situación similar hubiese podido generar un ambiente de pánico con una salida masiva de capitales. En la actualidad muchos países de la región presentan una situación más favorable en términos de política macroeconómica como sistemas de tipo de cambio flotante y niveles bajos de deuda pública que permitirán un ajuste menos traumático.

### **La política monetaria en Estados Unidos**

Después de aproximadamente una década de política monetaria expansiva, por primera vez el mercado está esperando que la Fed anuncie el primer aumento de su tasa de interés de referencia. Según los analistas, esto podría ocurrir en septiembre o a más tardar en diciembre de este año. Se espera que este incremento de tasas sea gradual, con aumentos de 25 o máximo 50 puntos básicos. Sin embargo, la política monetaria seguirá siendo acomodaticia y dependiente de los desenvolvimientos del mercado laboral, del desarrollo de la inflación y de la fortaleza de la recuperación económica. Factores como la desaceleración de la economía china, los precios de las materias primas, la incertidumbre política en Grecia, así como el fortalecimiento del dólar jugaran un papel decisivo en la decisión de la Fed.

Como lo explicamos en la primera edición de esta Carta Trimestral, aumentos en la tasa de interés tienen impactos sobre la valoración de los activos financieros. Es de esperarse que los precios de los bonos reaccionen negativamente. Teniendo en cuenta el crecimiento moderado de la economía global, no es de esperarse un comportamiento extraordinario de las utilidades de las empresas, por lo que los aumentos en las tasas de interés podrían afectar los mercados bursátiles con valoraciones altas. En este contexto sigue siendo importante invertir en una cartera diversificada, estructurar de forma escalonada los vencimientos de los activos de renta fija, usar bonos con cupones altos o variables y no comprometer el capital a muy largo plazo.

## 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 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.

## **Fondos de Inversión libres de Retrocesiones**

Siguiendo la tendencia europea, MBS lanza su gama de portafolios con manejo discrecional (mandatos de gestión) en una nueva versión utilizando exclusivamente fondos sin retrocesiones.

Históricamente, los fondos mutuales han compensado a sus distribuidores (como MBS) utilizando para ello una porción de los costos cargados a los inversionistas por el manejo de los fondos. Este cargo contra el valor de los fondos se efectúa diariamente, reduciéndose en el proceso ligeramente el valor de redención de cada acción.

Tanto los sistemas de justicia como los reguladores consideran que esta práctica resta transparencia a la gestión de aquellos distribuidores que también fungen como administradores de portafolios, debido a que el cliente no necesariamente conoce la cuantía de estos pagos (también llamados retrocesiones) y debido a que pudiera conllevar a conflictos de interés (el administrador pudiera recomendar un fondo debido a su nivel de retrocesión y no a sus bondades como inversión).

Los fondos sin retrocesiones tienen costos de manejo más económicos que los fondos tradicionales, esto debido en parte a la ausencia de compensación para los

distribuidores y en parte a los ahorros derivados de una administración más sencilla.

Ante esta nueva realidad, los administradores de portafolios deberán compensar la pérdida de ingresos provenientes de las retrocesiones ajustando al alza sus comisiones de administración o manejo de portafolios.

Como se indicó anteriormente, en algunos casos pudieran existir ahorros adicionales que repercutan en costos totales inferiores para el inversionista.

En esta nueva versión de los portafolios con manejo discrecional, MBS ha incorporado un nuevo esquema de comisiones de administración de portafolios que incluye descuentos de acuerdo al tamaño de la inversión.

Sugerimos conversar con su Gerente de Relación para establecer si pudiera convenirle utilizar fondos sin retrocesiones.

## Perfil de Inversión

- Una de las ventajas de contar con un servicio de Banca Privada es obtener recomendaciones personalizadas<sup>1</sup>.
- Las recomendaciones personalizadas requieren de un conocimiento profundo acerca del cliente.
- Periódicamente su Gerente de Relación le hará una cantidad de preguntas para comprender su situación y preferencias.
- Por favor tómese el tiempo para contestarlas de forma correcta y completa. Si no tenemos esta información, no podremos hacer recomendaciones adecuadas a sus necesidades. Usted se beneficiará al compartir esa información con nosotros.
- Si su situación cambia, por favor infórmenos porque nuestras recomendaciones podrían cambiar.

### ¿Planea mudarse a los EE.UU.?

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

<sup>1</sup> Nuestros servicios de Corretaje no incluyen recomendaciones personalizadas, ni monitoreo de portafolios. Bajo ciertas circunstancias los servicios de Corretaje pueden incluir pruebas de conveniencia pero no de idoneidad. Pregunte acerca de nuestro servicio de Asesoría (próximo a lanzarse) y Manejo de Portafolios para contar con recomendaciones y monitoreo.

## Anuncios

- Desde el pasado 16 de Marzo estrenamos nuevas oficinas desde donde podremos brindarle una mejor atención.
- ¡Visítenos! Suiza se encuentra en el centro de Europa y es fácil de llegar en tren o en carro. El aeropuerto de Zúrich es uno de los mejores del mundo y tiene excelentes conexiones con las principales ciudades.
- Con el objetivo de brindarle una mejor atención, hemos hecho algunos cambios en la asignación de las cuentas. Por ello, su asesor podría haber cambiado. Si todavía no lo ha hecho, muy pronto su nuevo asesor se estará poniendo en contacto con usted.
- Desde el pasado 29 de Marzo nuestra diferencia horaria con Venezuela es 6 horas y 30 minutos.
- 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  
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.