

INFORME SEMANAL

Del 27/10 al 2/11 de 2014

INFORME SEMANAL DE MERCADOS - Resumen

p3	Economía	"Salvando el oro de Suiza": una ilusión de protección - Ipek Ozkardeskaya
p4	Divisas	Cuenta regresiva al ballottage presiona al BRL a la baja - Ipek Ozkardeskaya
p5	Divisas	El Banco de Canadá abandona su forward guidance - Luc Luyet
p6	Divisas	Inversores contemplan un mayor avance sobre el USD/JPY - Luc Luyet
p7	Divisas	USD: posicionamiento agregado casi en máximos históricos - Luc Luyet
p8	Disclaimer	

Economía

"Salvando el oro de Suiza": una ilusión de protección

El próximo 30 de noviembre, Suiza convocará a un referéndum para decidir si:

- El SNB (Banco Nacional de Suiza) debería mantener un 20% de las reservas en oro
- Las reservas en oro deberían almacenarse en Suiza
- Al SNB debería permitírsele vender sus reservas de oro

Según los sondeos de intención de voto, un 45% del electorado respaldaría a estas propuestas. Por nuestra parte, creemos que la probabilidad de que gane el "Sí" es limitada, ya que ambas cámaras del parlamento suizo se oponen fuertemente a la "bóveda dorada". Lo que sí es seguro, es lo siguiente: las encuestas de intención de voto muchas veces no son del todo confiables y por tanto, los mercados financieros suizos podrían presentar mayores niveles de volatilidad durante el mes próximo.

Recientemente la Ministra de Finanzas suiza, la Sra. Eveline Widmer-Schlumpf, declaró en una entrevista que el actual volumen de 1040 toneladas de reservas en oro es más que suficiente para protegerse de cualquier período de aversión al riesgo en los mercados globales. A este factor, nosotros le agregamos el rompimiento de la correlación negativa asociada al metal y a los períodos de aversión al riesgo desde la crisis de 2007, lo que demuestra que hoy en día que el oro no es el instrumento perfecto de protección. Ni tampoco una fuente de estabilidad. Tras el salto del Índice de Volatilidad VIX en un 80% durante octubre de 2008, la volatilidad realizada a 1 mes del XAU/USD se incrementó en un 56%, mientras que la volatilidad implicada a 1 mes se acercó al 58%. Sin dudas, que estos datos no respaldan el concepto de protección que en teoría es asociado a un activo refugio.

Desde una perspectiva de gestión de riesgo de un portafolio, la exposición de un quinto del balance del SNB a un activo de riesgo no es la estrategia más adecuada. No obstante, el SNB tiene la total libertad de colocar un 20% de su balance en oro.

Actualmente el SNB mantiene casi el 8% de sus reservas en oro (una tenencia del metal equivalente a los 43.000

millones de dólares, frente a un balance de 522.000 millones de francos suizos). Es por ello que sería incierta la necesidad de anclar un mínimo del 20% del balance en oro, dado que su implementación requeriría ejecutar una operación de mercado de tamaño considerable. Sobre todo, teniendo en cuenta los volúmenes a convertir, ya que la compra de 1500 toneladas de oro (durante un período de cinco años) difícilmente sea una operación redituable para el SNB. Dado que la producción actual minera se aproxima a las 3000 toneladas anuales, el SNB tendría que comprar un 10% de la producción minera anual durante cinco años. Este incremento de la demanda del oro puede solamente impulsar al alza a su precio y consecuentemente incrementar el coste de la operación. Asimismo una victoria del "Sí" generaría una demanda especulativa mayor y apalancaría aún más la subida de su precio, llevando al metal a cotizar a niveles desproporcionalmente elevados. Al final del día, lo que lograría el SNB es solamente disponer de una reserva de elevado valor, donde parte de ella está diversificada sobre un activo de riesgo considerable.

Por otra parte, la iniciativa del oro limitaría seriamente el margen del SNB para tomar decisiones de inversión independientes, al igual que su eficiencia. De hecho la entidad, a diferencia de otros bancos centrales, goza de un amplio margen de maniobra para llevar adelante su gestión de inversiones. Mientras que la mayoría de los bancos centrales invierten buena parte de sus reservas en bonos soberanos, el SNB puede mantener colocado el 30% de su balance en activos extranjeros, como bonos soberanos o corporativos. Este aspecto representa una interesante diversificación geográfica y una ventaja de tiempo indiscutible. En 2008, el SNB abrió en Singapur una sede con el fin de "ampliar su exposición a los mercados asiáticos y gestionar de manera más eficiente sus activos de esta región y más importante aún, facilitar la operativa diaria en sus mercados de divisas".

Podríamos concluir que al SNB le resultaría cara y peligrosa la reducción de su margen de maniobra. El SNB de por sí ya tiene una importante limitante, que es la tarea de defender el suelo del 1.20 frente al euro. La situación de la Eurozona sigue siendo alarmante, con la posibilidad de la introducción de un QE en un futuro cercano. Si bien no avizoramos un impacto inmediato sobre el franco suizo, el SNB necesita mantener el control total de la situación y eso excluye la victoria del "Sí" a convertir un 20% de las reservas a oro.

Divisas**Cuenta regresiva al ballottage presiona al BRL a la baja**

Este 26 de octubre Brasil celebrará su ballottage presidencial. Al acercamos al cierre de la semana, y sobre todo a las últimas horas, los niveles de volatilidad deberían permanecer elevados sobre el BRL a medida que los inversores reaccionan a opiniones de analistas y sondeos de último momento. La volatilidad implicada a 1 mes del USD/BRL subió un 26% en la semana terminada al 24 de octubre, debido principalmente a las posiciones especulativas y apuestas apalancadas de los inversores. El resultado final de los comicios es de por sí un evento muy riesgoso y sensible para los mercados.

Aunque en la semana culminada al 24 de octubre el USD/BRL registró su mayor nivel en seis años, la dirección pos resultado de la paridad es incierta aún. De ganar el candidato de la oposición Aécio Neves, contemplamos la posibilidad de que el BRL realice un rally alivio pos-electoral. Los inversores miran con mucha simpatía el programa de gestión propuesto por Neves, dado que está en sintonía con las dinámicas de mercado. El mismo trata áreas como la desregulación económica para simplificar el complejo sistema tributario brasilero y el combate a los elevados niveles de inflación. Dado las apuestas apalancadas considerables realizadas sobre el real, el USD/BRL tiene espacio para caer hacia el nivel del 50% del retroceso de Fibonacci, correspondiente al avance surgido en septiembre (alrededor de la zona del 2.36). Esta caída representaría un paso previo a una fase de estabilización, donde los inversores reconsiderarán su exposición en base a los fundamentos macroeconómicos de la nación carioca.

Una victoria de Rousseff no genera el mismo optimismo que la del candidato opositor y por tanto, sería una decepción para los inversores. No caben dudas que la economía brasileña necesita un aire de renovación. Teniendo en cuenta sus fundamentos macroeconómicos, muchos inversores no querrían ver otros cuatro años del Brasil intervencionista de Dilma Rousseff (independientemente que para el nuevo mandato la actual presidenta adoptaría una posición menos intervencionista).

Los últimos sondeos de intención de voto prevén un avance de Rousseff sobre Neves. Según la encuesta de Ibope, Rousseff recogería el 49% de los votos frente al 41% de Neves. Asimismo la firma Datafolha le asigna a Rousseff una ventaja de seis puntos porcentuales. Mientras se escriben estas líneas y se está a horas de que cierren los mercados, se espera que predominen sobre el BRL elevados niveles de volatilidad por la

fuerte actividad especulativa en la cuenta regresiva. Para atenuar el efecto de la fuerte venta del BRL, el Banco Central de Brasil (BCB) vendió esta mañana 196.5 millones de dólares en swaps de divisas y traspasó más de 392.6 millones de dólares en contratos. En caso que la presión vendedora del real empuje al USD/BRL por encima del 2.50, los inversores podrían a partir del lunes considerar la posibilidad de una extensión hacia la zona del 2.62. Esta última representaría su mayor nivel en casi diez años (fines de 2008 fue la última vez que la alcanzó).

Como nota aparte, cabe recordar que el IPC brasilero acumula en septiembre un crecimiento anualizado de 6.75%, superando el rango objetivo trazado por el BCB de un 4.5% (+/- 2%). Mientras tanto su PIB, registró durante el segundo trimestre la segunda contracción consecutiva (-0.6% frente al -0.15% del primer trimestre). El déficit de cuenta corriente ascendió al 3.77% del PIB (el mayor déficit desde 2002) y así aumenta la vulnerabilidad del BRL sobre al dólar. Desde una perspectiva macro, el BRL debería seguir bajo presión a medida que la Fed avanza con su programa de normalización monetaria. Además, el BRL es muy sensible a la evolución de los intereses de las Letras del Tesoro estadounidense y por tanto, su vulnerabilidad ante el billete verde se amplifica aún más.

El BCB celebrará su reunión de política monetaria el próximo 29 de octubre y se espera que mantenga la tasa Selic en 11%. Dado las expectativas más laxas en torno a la primera subida de tipos de interés de la Fed y los precios más bajos del petróleo (lo cual es bueno para reducir el déficit de cuenta corriente), no creemos que sea urgente para el BCB modificar las tasas de interés mientras las expectativas del PIB del tercer trimestre no sean brillantes. De acuerdo a una reciente encuesta de la cadena de noticias Bloomberg, el PIB brasileño estaría contrayéndose un 0.3% durante el tercer trimestre y un 0.1% durante el cuarto trimestre, para luego recuperar la senda expansiva. A pesar de las presiones inflacionarias, el riesgo a una desaceleración económica más pronunciada debería motivar al BCB a mantener los tipos de interés sobre los niveles actuales hasta fin de año.

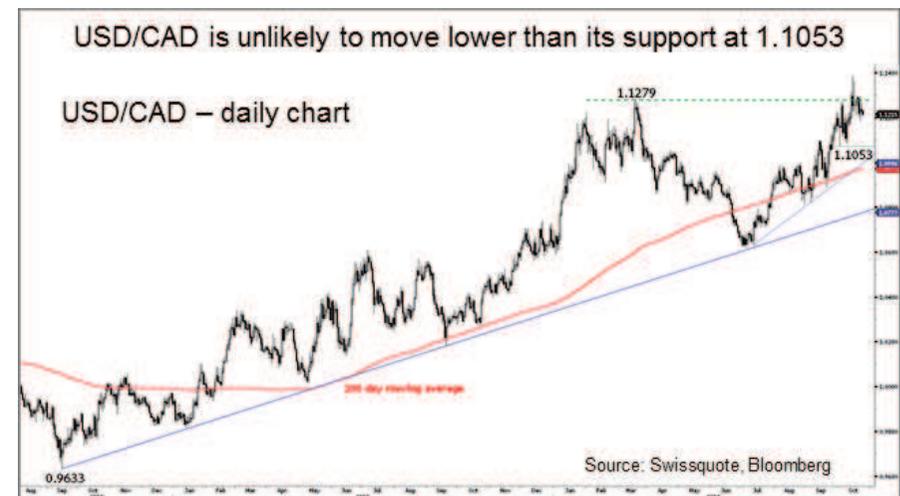
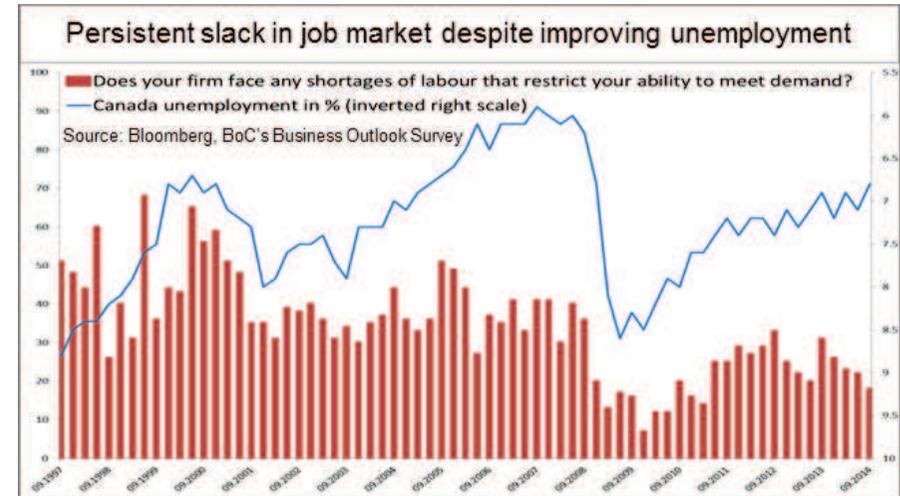
Divisas

El Banco de Canadá abandona su forward guidance

Banco de Canadá: ¿abandonó su posición neutral? - El Banco de Canadá (BoC) ha dejado atrás su política de Forward Guidance (FG), la cual consiste en orientar de antemano a los inversores respecto hacia dónde se dirige su política monetaria. Hasta el momento el BoC venía manteniendo una FG neutral y su gobernador, el Sr. Poloz, propuso su eliminación en su Informe De Temas Para Analizar publicado el 10 de octubre. El gobernador del BoC sostiene en particular que las FGs son más útiles cuando las tasa de interés nominales de corto plazo se encuentran en o cerca de cero, ya que así permiten aplanar aún más la curva de rendimiento. En cambio al dejar atrás las FGs, el BoC puede "trasladar de nuevo a los mercados, parte de la incertidumbre macro colocada sobre el banco central".

Actualmente el BoC no encuentra ningún beneficio en la comunicación de las FGs, debido a que los intereses a largo plazo permanecen en niveles bajos y al hecho que progresivamente se vio forzado a realizar mayores advertencias al darlas a conocer. Independientemente de lo anterior, un alza en los tipos de interés sigue siendo una perspectiva lejana. De hecho, las presiones inflacionarias siguen sin ser significativas, la inversión privada se mantiene en niveles bajos (a pesar de la mejora de las exportaciones) y la capacidad excesiva continúa siendo considerable. Por otra parte, el renovado vigor del mercado inmobiliario puede ser equilibrado mediante la implementación de medidas macro-preventivas. Como resultado, por más que el BoC no mantenga más una postura explícitamente neutral, el abandono de las FGs no debería ser interpretado como un cambio hacia una postura más restrictiva.

Inversores contemplan un avance gradual sobre el USD/CAD - A pesar de lo expuesto precedentemente, el cambio en la comunicación de BoC sugiere que el banco central está adoptando una postura devaluatoria menos agresiva. Por más que el USD/CAD avance hacia el 1.1500 (umbral psicológico) y posiblemente al 1.1725 (máximo del 08/07/2009), es probable que lo haga a un ritmo más gradual. Esto puede apreciarse en la falta de impulso constatada tras la ruptura de la resistencia del 1.1279. Como resultado, las estrategias largas más atractivas sobre el USD/CAD, yacen solamente en los retrocesos. Actualmente, el soporte clave se sitúa en 1.1072 (mínimo del 10/02/2014) y se ubica cerca de una línea de rumbo ascendente.



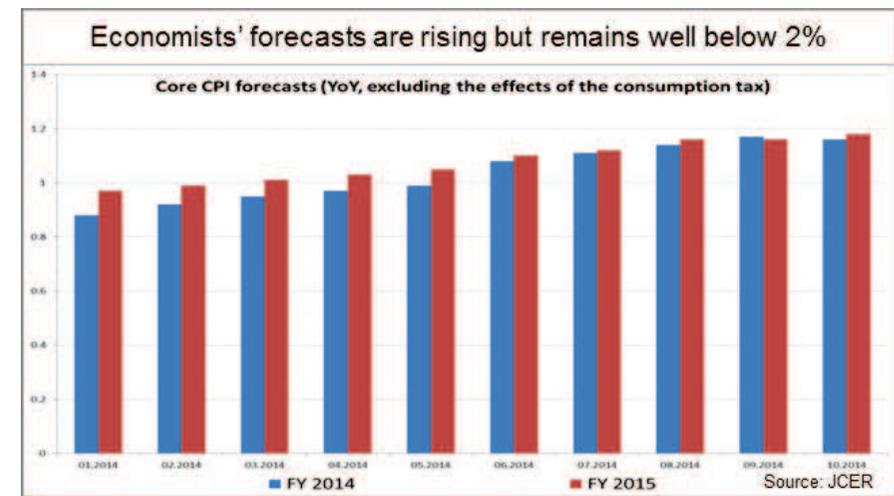
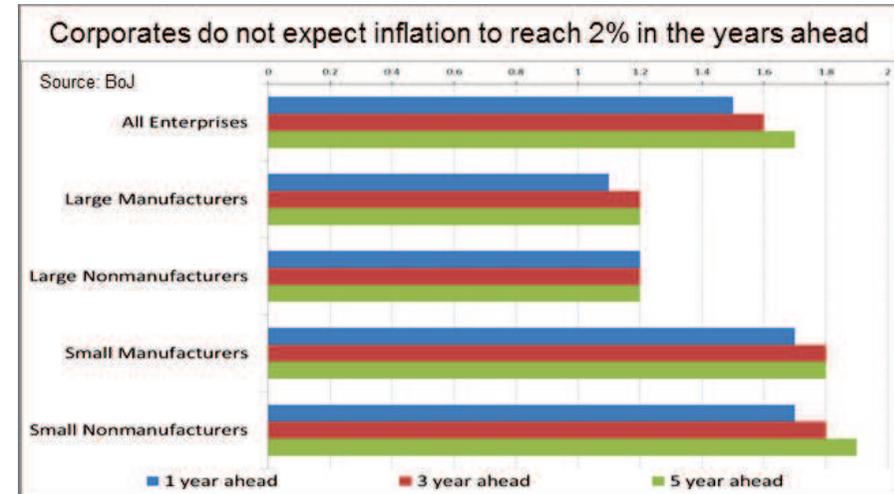
Divisas

Inversores contemplan un mayor avance sobre el USD/JPY

Japón: disminución de las expectativas de inflación - El reciente gran avance del USD/JPY fue impulsado por las expectativas de que EE.UU adopte una política monetaria restrictiva. No obstante, es probable que el Banco de Japón (BoJ) contribuya a dicho avance de manera más activa durante los próximos meses. Dado que su política monetaria está muy centrada en la meta de inflación, la entidad nipona está cada vez más presionada a implementar medidas que respalden un mayor nivel inflacionario. Sobre todo, cuando la inflación esperada por los inversores no coincide con las perspectivas inflacionarias deseadas por el BoJ.

Las encuestas a hogares revelan que una gran mayoría espera un ligero aumento de la inflación, en buena parte generado por el incremento de precios de los alimentos y la gasolina. Los mismos no contemplan subidas sobre variables de impacto más directo sobre la inflación, como son los salarios. Junto con el deterioro de las perspectivas de crecimiento, estas encuestas revelan que los hogares constatan una disminución de los efectos de los "Abenomics". Por otra parte, las perspectivas de inflación de las empresas, añadidas recientemente en la encuesta trimestral Tankan, también revelan una visión más modesta de la inflación que la del BoJ. De hecho, ninguna de las empresas encuestadas ve a la inflación superando el 2% (excluyendo el efecto del IVA); ni siquiera en un horizonte a 5 años. Por último, los economistas encuestados y los mercados (cuyas expectativas se miden a través de los swaps de inflación a 5 años) tampoco prevén un despegue de la inflación, lo que sugiere que sin la flexibilización adicional del BoJ, es improbable que se alcance su objetivo inflacionario del 2%.

Es improbable que sea pospuesto el segundo incremento del gravamen al consumo - Es improbable que sea aplazado el segundo incremento del gravamen al consumo, ya que socavaría aún más la credibilidad de las reformas estructurales impulsadas por el Primer Ministro Abe y dañaría además su relación con el Ministerio de Finanzas y el BoJ, entidades que de por sí respaldan dicho incremento. Es probable que en un futuro cercano este incremento obtenga un respaldo mayor (siendo el Nikkei uno de los principales beneficiados), al igual que las medidas que se adopten para amortiguar cualquier efecto negativo generado. Estas medidas podrían ir desde la implementación de programas de gasto regionales, pasando por una reducción de los impuestos corporativos y la posibilidad de que los Fondos de Pensión Gubernamentales (GPIF) realicen una mayor diversificación de sus inversiones, al igual del lanzamiento de otro plan de estímulo por parte del BoJ. Todas estas perspectivas hacen prever que sea temporal cualquier retroceso del USD/JPY.



Divisas

USD: posicionamiento agregado casi en máximos históricos

El posicionamiento del Mercado Monetario Internacional (MMI) es utilizado para visualizar los movimientos de capitales entre divisas. Este análisis se realiza generalmente con el fin de prever cambios de tendencias cuando se registran niveles de posicionamiento extremo.

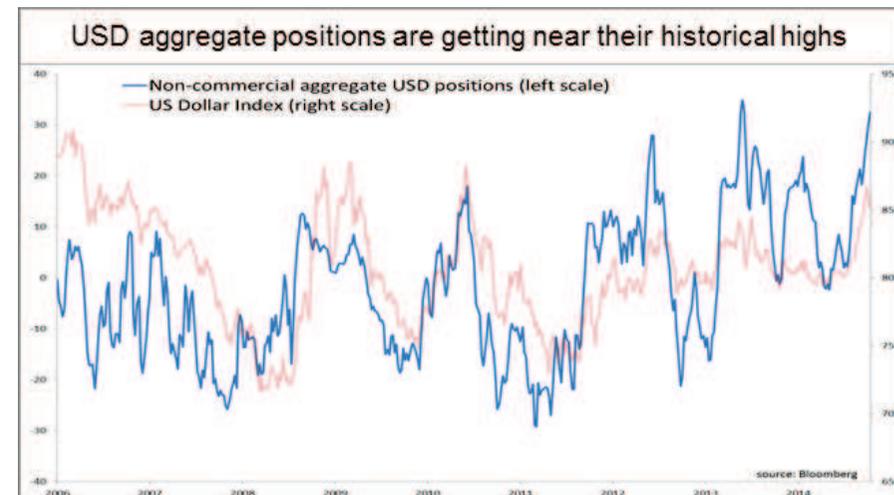
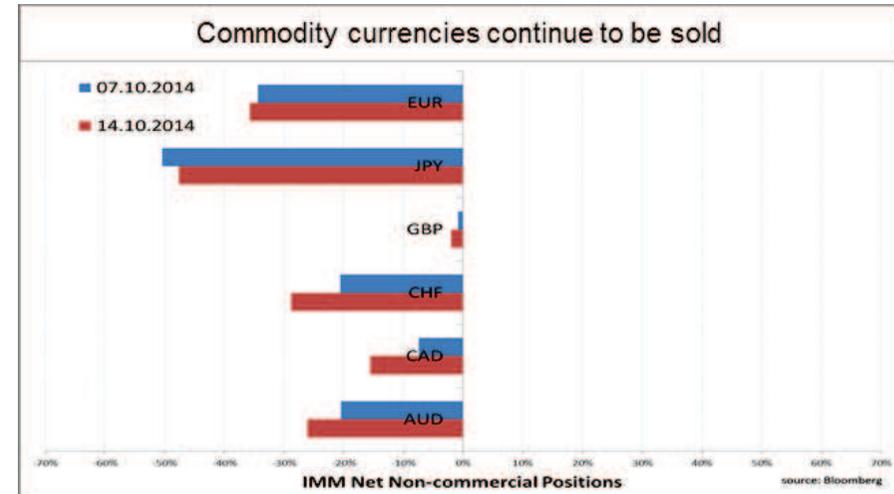
Los datos del MMI van hasta la semana terminada al 14 de octubre de 2014.

Los últimos datos disponibles confirman la preferencia de los inversores por el billete verde, a medida que todas las divisas mayor mantienen un posicionamiento neto corto frente al dólar.

El posicionamiento neto corto del euro no ha variado prácticamente durante las últimas semanas. Esto significa que la presión vendedora se reanuda sobre el mismo en caso que surja otro evento significativo. Aunque recientemente el BCE ha implementado las medidas de flexibilización monetaria (como la compra de los títulos respaldados por activos y bonos cubiertos), es improbable que en un futuro cercano lance un amplio QE dado la creciente resistencia de Alemania al respecto.

Los inversores han incrementado su posicionamiento neto corto sobre las divisas que responden a la evolución de las materias primas, llevando al dólar a acumular un posicionamiento cerca de sus máximos históricos. Por más que sigamos contemplando un avance del USD a largo plazo, el alto nivel de polarización actual de los inversores sugiere la posibilidad de un incremento de la volatilidad.

Para aumentar la exposición larga sobre el USD, los inversores prefieren actualmente aguardar a entrar sobre retrocesos.



DISCLAIMER

Si bien se ha realizado el máximo esfuerzo para asegurar que los datos proporcionados y utilizados para la investigación de este documento sean de la mejor calidad, no se puede garantizar que sea totalmente correcto y Swissquote Bank y sus empresas subsidiarias no pueden aceptar responsabilidad de ningún tipo con relación a errores u omisiones, o con relación a la exactitud total de la información aquí contenida. Este documento no constituye una recomendación para vender y/o comprar ningún tipo de producto financiero así como no constituye una oferta y/o solicitud de intervenir en una transacción. Este documento se refiere exclusivamente a una investigación económica y de ningún modo se debe interpretar como un asesoramiento de inversión.

Si bien todo tipo de inversión conlleva algún grado de riesgo, los riesgos de pérdida en transacciones en el mercado forex pueden ser sustanciales. Por lo tanto si usted está considerando operar en este mercado, debe tener conocimiento de los riesgos asociados a esta clase de inversión antes de concretarla. El material presentado aquí de ninguna manera intenta ser un asesoramiento para operar divisas ni tampoco de estrategia. Swissquote Bank realiza un gran esfuerzo para proveer la mejor calidad de información, pero no está en nuestras manos garantizar su total exactitud. Cualquier precio establecido en este informe es exclusivamente como información y no implica una evaluación para activos financieros individuales u otros instrumentos.

Este informe es para su distribución exclusivamente en los términos arriba mencionados y debe estar autorizado por la ley vigente. Ningún dato debe ser tomado como una estrategia de inversión o como recomendación en un asesoramiento personal. El único objetivo de esta publicación es una información de calidad y de ninguna forma debe ser valorado como incitación a comprar o vender cualquier tipo de activo financiero en ningún lugar. No representa ni garantiza sea de forma explícita o implícita la información contenida aquí, salvo en lo referido a los datos de Swissquote Bank, sus empresas subsidiarias y afiliadas. Tampoco pretende brindar un completo informe o resumen sobre activos financieros, mercados o emprendimientos aquí mencionados. Swissquote Bank no asegura que los inversores obtendrán ganancias, tampoco las compartirá en el caso que se concreten así como no asumirá ningún tipo de responsabilidad ante eventuales pérdidas. Las inversiones implican riesgos y quienes los toman deben ser prudentes al momento de tomar decisiones. Este informe no debe ser tomado por quienes lo reciben como un sustituto de su propio criterio. Cualquier opinión expresada en este informe tiene carácter exclusivamente informativo y está sujeto a cambios sin previo aviso; asimismo puede diferir o ser contrario a opiniones expresadas por otras áreas de negocios o grupos de Swissquote Bank como resultado de utilizar diferentes hipótesis o criterios. Swissquote Bank no tiene ninguna obligación o responsabilidad frente a cualquier transacción, resultado, ganancia o pérdida basadas en este informe, total o parcialmente.

La investigación se iniciará, actualizará y cesará únicamente según el criterio del Departamento de Estrategias de Swissquote Bank. Los análisis contenidos aquí están basados en diferentes teorías. Diferentes teorías pueden llevar a diferentes resultados. El (los) analista (s) responsable (s) de la preparación de este informe, pueden interactuar con el personal de sala de operaciones, personal de ventas y otras circunscripciones con el propósito de juntar, sintetizar e interpretar la información del mercado.

Swissquote Bank no tiene ninguna obligación de actualizar o mantener al día la información contenida aquí y no es responsable por ningún resultado, sea ganancia o pérdida basado parcial o totalmente en este informe. © Swissquote Bank 2014. Todos los derechos reservados.