

# INFORME SEMANAL

Del 22/12/2014 al 11/01/2015

**INFORME SEMANAL DE MERCADOS - Resumen**

p3	<b>Economía</b>	¿Está todo bien en Rusia? - Peter Rosenstreich
p4	<b>Divisas</b>	TRY: banco central mantendría los tipos hasta fin de año - Ipek Ozkardeskaya
p5	<b>Divisas</b>	El Banco Nacional de Suiza dispara con las tasas de interés - Ipek Ozkardeskaya
p6	<b>Divisas</b>	Fed fija camino para subida de tipos a mediados de 2015 - Luc Luyet
p7	<b>Divisas</b>	Mayor flexibilización impulsaría mayor caída del SEK - Luc Luyet
p8	<b>Divisas</b>	USD/CAD: posicionamiento favorece estrategias largas - Luc Luyet
p9	<b>Disclaimer</b>	

## Economía

## ¿Está todo bien en Rusia?

**Rusia en crisis** - ¿Qué se hace cuando la confianza de los inversores desaparece sobre un país y su divisa colapsa? Si usted fuera el presidente ruso Vladimir Putin, entonces llamaría a un ex agente de la KGB para que en una mega conferencia, le asegure al país y al resto del mundo de que todo está bajo control. Sin embargo, una vez despejado el humo y contestadas todas las “preguntas”, los inversores se dan cuenta de que no se anunciaron medidas de relevancia para enfrentar la crisis actual. Antes de seguir, hagamos un breve repaso de la actual crisis.

Desde que el precio del barril de crudo empezó a caer y los rendimientos en EE.UU comenzaron a subir, el rublo ruso inició una devaluación que aún no ha cesado. Las masivas fugas de capitales y la pérdida de confianza, forzaron al banco central ruso a remover la banda cambiaria establecida, la cual lograba contener la caída. La situación comenzó verdaderamente a agravarse cuando la entidad estimó, que la caída del crudo de por debajo de los \$60, provocaría una severa recesión en Rusia. A esto se le sumaron las sanciones impuestas por Occidente, las cuales generaron una fuerte reducción de las reservas internacionales y por consiguiente, una liquidación extraordinaria de rublos.

En un intento desesperado para mantener el barco a flote, esta semana el banco central ruso subió inesperadamente la tasa de referencia, de 10.5% a 17%. Esta medida no obstante, logró sembrar la calma solamente por unas pocas horas, ya que después los inversores empujaron al USD/RUB al pico de los 79.16 rublos por dólar (+43% en tres meses). Desde el estallido del martes, la paridad acumula un avance hasta los 60 rublos.

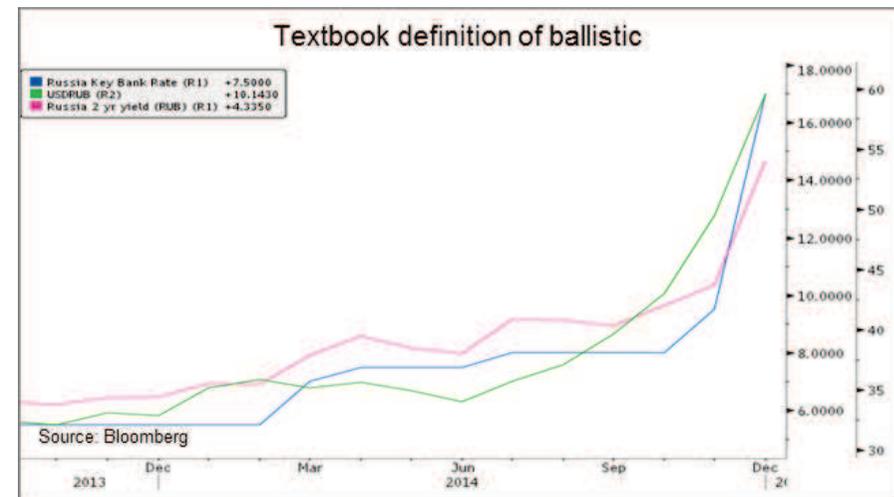
### Nada ha cambiado en el plano político

Las medidas tomadas hasta el momento han sido triviales, sin haberse encarado los problemas de fondo. Los exportadores en teoría han acordado limitar las reservas internacionales a los niveles del 1° de octubre y la vicegobernadora del banco central ruso, la Sra. Ksenia Yudayeva, dijo que la entidad estaba preparada para inyectar 1.000 millones de rublos en los bancos para asegurar la estabilidad financiera. Asimismo han corrido los rumores de medidas más extremas, como la implementación de fuertes controles de capitales.

La economía rusa está atravesando un período de estanflación, lo que es reflejado en los débiles resultados de la producción industrial y las ventas minoristas. Además la inversión

realizada por empresas locales está cayendo a medida que comienzan a afectarlas las sanciones impuestas por Occidente (se estima que la economía se contraerá un 4.5% durante 2015). También preocupa las dificultades que puedan tener las empresas con elevados niveles de endeudamiento para hacer frente a sus obligaciones, lo que podría inclusive generar reducciones sobre sus calificaciones crediticias.

A nivel político, dudamos que estos acontecimientos afecten a la popularidad del presidente Vladimir Putin. Mientras que para cualquier político promedio la estabilidad y el crecimiento económico son pilares claves para mantener el control, para Putin son cuestiones prescindibles, ya que le hace creer a las masas que lo sucedido es un ataque de Occidente a Rusia y no de políticas erróneas de su gestión. De esta forma, no queda otra cosa que aplaudir la guerra mediática que Putin ha ganado nuevamente.



## Divisas

## TRY: banco central mantendría los tipos hasta fin de año

### Se deteriora la confianza sobre el TRY ante el incremento de la volatilidad

Durante la semana culminada al 19 de diciembre, el mercado de la lira turca se vio muy afectado por el fuerte incremento de la volatilidad, debido tanto a factores internos como externos. El 16 de diciembre el USD/TRY registró un pico sobre el 2.4116, como consecuencia de los siguientes acontecimientos: las detenciones de periodistas turcos, la extensión de la caída del crudo, la devaluación del RUB, la sorpresiva intervención del Banco Central de Turquía (CBT) y las incertidumbres en torno al encuentro del FOMC. Bajo este contexto, la volatilidad implícita a 1 mes se disparó al 15% por primera vez desde marzo. El EUR/TRY desafió la resistencia fijada por la zona de 2.9488/3.00 (nivel Fib. del 38.2 % de la contracción de enero-noviembre / nivel psicológico). Asimismo es probable que las crecientes incertidumbres respecto a estos acontecimientos, hayan acelerado la venta masiva de bonos turcos registrada durante la semana culminada al 12 de diciembre (por 718 millones de dólares), presionando así al alza a los rendimientos soberanos e impactando de manera más pronunciada sobre el tramo frontal de la curva. Por su parte la tasa de préstamo interbancario alcanzó el tope del rango establecido por el CBT, en 11.25%.

### Las posiciones largas sobre la lira turca no fueron inmunes a la caída del crudo

Aunque los menores costes de energía favorecen una reducción del déficit de cuenta corriente y un menor nivel de inflación, la caída significativa en los precios del crudo no ha ayudado la mejora del TRY recientemente. De esta forma se deteriora el contexto para llevar adelante estrategias de *Carry Trade*, lo que desalienta a los inversores en búsqueda de altas rentabilidades. Sobre todo, teniéndose en cuenta que el diferencial de tipos debería compensarlos con una rentabilidad superior al 9% de la inflación sobre los activos turcos.

El *cross currency basis* a 3 meses sobre el TRY frente al EUR y USD, registró una fuerte recuperación a medida que aumentaron los niveles de volatilidad. De esta forma la demanda por el spread de tasas compensa los efectos negativos que la volatilidad genera sobre el TRY. Creemos que la volatilidad irá reduciéndose hacia fin de año debido a la posición cautelosa de la Fed antes de iniciar su ciclo de normalización y la preparación del BCE para

lanzar un amplio programa de flexibilización monetaria.

### Turquía se expide el 24 de diciembre

El Banco Central de Turquía anunciará sus medidas de política monetaria el próximo 24 de diciembre. Cabe recordar que el 12 de diciembre, el presidente de Turquía Tayyip Erdogan, dijo que deberían continuar reduciéndose las tasas para sostener la recuperación económica. A pesar de las recientes turbulencias en los mercados, creemos que las presiones políticas frenarán cualquier intento del CBT de subir tasas antes de fin de año. A este punto, la entidad debería sentirse más cómoda al aplicar herramientas heterodoxas para reducir la volatilidad en el mercado de cambios. De todos modos, el comunicado de este próximo encuentro debería seguir adoptando una posición claramente restrictiva.



**Divisas****El Banco Nacional de Suiza dispara con las tasas de interés****El SNB implementa tasas negativas antes de lo esperado**

En un movimiento sorpresivo, el Banco Nacional de Suiza (SNB) redujo el 8 de diciembre la tasa de interés sobre los depósitos a la vista a -0.25% y reiteró su compromiso de defender el suelo del 1.20 sobre el EUR/CHF. La institución también expandió su rango objetivo para la tasa Libor a una banda normal de 100 puntos básicos, de -0.75% a 0.25%. Aunque la expansión del suelo de esta banda objetivo seguramente no impactará sobre el mercado interbancario, a medida que los bancos colocan su liquidez excesiva a -25 puntos básicos y fijan el suelo sobre este nivel, el trasfondo de la medida representa una señal concreta de que el SNB se animará a reducir los tipos de interés en caso que sea necesario. Los futuros sobre tasas de interés subieron a los 100.200 puntos, el mayor nivel desde mediados de 2011. A partir de este momento, es cuando el mercado comienza a estar ansioso respecto a la evolución de los tipos de interés en Suiza.

Como comentario aparte, las tasas negativas serán aplicadas sobre los depósitos a la vista por encima de un nivel de exención predeterminado; para cuentas sujetas a un nivel de reservas requerido mínimo (RR), este nivel de exención se traza veinte veces por encima del RR, mientras que para otras instituciones esta barrera se fija sobre los 10.000 millones de francos suizos, entrando en efecto a partir del 22 de enero. Cabe observar que las autoridades domésticas no están sujetas a estas nuevas medidas por el momento. Si bien las mismas tampoco repercuten directamente sobre los depositantes en general dado que las tasas de depósito están fijadas por los bancos comerciales, "las condiciones de préstamos y depósitos podrían ser ajustadas debido a los cambios que se registren en las tasas de interés de los mercados de dinero".

A pesar de que estas medidas adoptadas por el SNB no fueron del todo sorprendidas, sí llamó la atención el momento en que las tomó. No descartamos la posibilidad de que recurra a una reducción de tipos cuando la situación transfronteriza lo requiera durante el primer trimestre de 2015. Lo que es seguro, es que no lo hará antes de Navidad. Es por ello que, sin que haya indicios de que se realice un recorte sorpresivo, sospechamos que, en la semana terminada al 19 de diciembre, el SNB ha incurrido en el coste de proteger el suelo plenamente. Claramente los sucesos como los de la fuerte devaluación del rublo ruso, las sugerencias del BCE de lanzar un amplio QE, las renovadas tensiones en Grecia y la posición cautelosa del FOMC para determinar la primera subida de tipos, llevaron al SNB a nuevamente ampliar su ya de por sí gran balance. En el comunicado oficial del SNB, se

declaró que "la presión compradora sobre el franco suizo ante el euro se había reanudado durante los últimos días, siendo el deterioro de la crisis rusa uno de los principales motivos".

La implementación de tasas negativas por parte del SNB aliviará temporalmente la presión vendedora sobre el EUR/CHF, sobre todo a nivel especulativo. De todos modos, es probable que necesite implementar medidas adicionales dado que el BCE aún tiene medidas pendientes para anunciar. Actualmente la correlación entre el EUR/USD y EUR/CHF es nula. El *risk reversal 25-delta* a 1 mes del EUR/CHF, volvió a ser positivo por primera vez desde fines de octubre. Ante un mayor nivel de volatilidad, esperamos que los vendedores de *Puts* lo contraigan nuevamente a niveles negativos.

En los mercados de divisas, las reacciones podrían haber sido más pronunciadas, ya que el EUR/CHF solamente saltó hasta el 1.20974, antes de caer por debajo del 1.20500. Para los amantes del CHF y de estrategias sobre divisas refugio, un EUR/CHF cerca del 1.21 ha sido seguramente un buen punto de entrada largo sobre el CHF bajo el actual clima de aversión. Además, ante la falta de indicios de una nueva intervención, dudamos que el mercado pueda avanzar mucho más allá del 1.20974.

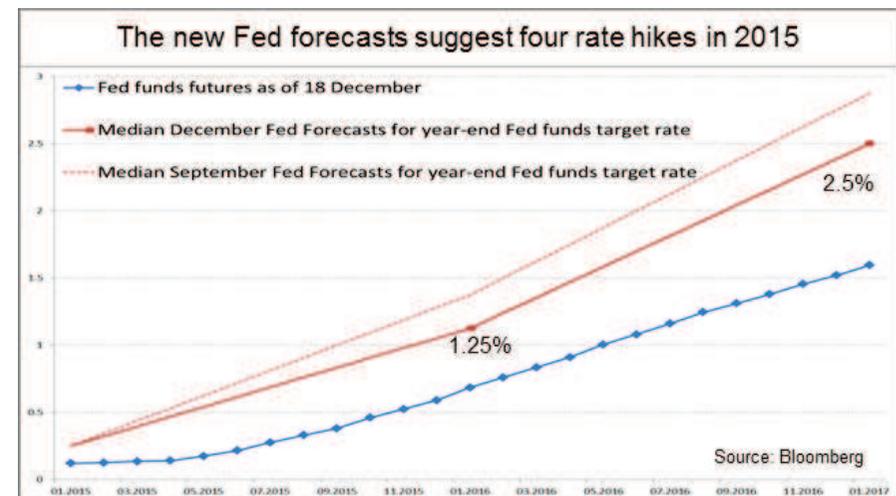
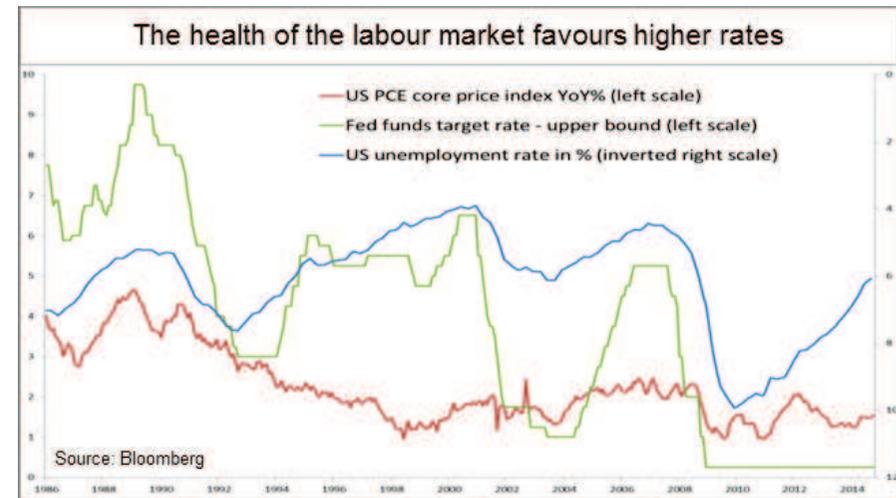
## Divisas

## Fed fija camino para subida de tipos a mediados de 2015

**La Fed modifica su mensaje** - Para la Fed ahora ya no es una cuestión de mantener las tasas de referencia por un “período de tiempo considerable”, sino de condicionar las perspectivas de éstas a la evolución de los datos macroeconómicos instando a los mercados a tener paciencia durante el proceso. Esto representa un claro cambio respecto a los mensajes de política monetaria anteriores, donde en el último el FOMC se declaró que “el Comité puede tener paciencia para iniciar un proceso de normalización”. La presidenta de la Fed, la Sra. Janet Yellen, proporcionó mayores detalles al declarar que es improbable que la normalización comience antes de la reunión de abril. Por otra parte, el comunicado destacó que las condiciones económicas podrían alterar el momento y el ritmo del ciclo de ajuste. Si bien por un lado el Comité mantuvo sus perspectivas de crecimiento, por el otro mejoró las perspectivas del mercado laboral, reduciendo levemente la inflación PCE proyectada (a pesar de las revisiones significativamente a la baja del PCE principal en 2014 y 2015).

**El estado del mercado laboral parece ser más prioritario que la inflación al momento de determinar el inicio de una subida de tasas** - Aunque para evaluar el accionar de la Fed será clave seguir la evolución del mercado laboral y las perspectivas de inflación, su presidenta, Janet Yellen, insinúa que el proceso de normalización va a estar más ligado a las mejoras sector laboral. De hecho, comentó que la mayoría de los participantes desean tener la certeza suficiente de que cuando comience dicho proceso, la inflación logre seguir creciendo. Agregó que si las condiciones del mercado laboral continúan mejorando, entonces es probable que así suceda. Teniendo en cuenta que la Fed no reduce significativamente sus perspectivas inflacionarias, ya que considera temporal el efecto de la caída del precio del crudo sobre la inflación, entonces la evolución del mercado laboral pasa a ser el principal factor para dar inicio al ciclo monetario restrictivo.

En términos más generales, el hecho de que la reunión de abril del FOMC no vaya seguida de una conferencia de prensa por parte de su presidenta, sugiere la fuerte posibilidad de que la Fed procederá en junio con la primera subida de tipos. El ritmo de estas subidas va a depender de cómo la Fed ajuste sus previsiones teniendo en cuenta las presiones deflacionarias vinculadas a la caída del crudo. De esta forma además reducir la brecha las expectativas más laxas de los inversores. Sin embargo, a medida que continúa mejorando la situación del mercado laboral estadounidense, son las expectativas de los inversores las que deberían ajustarse al alza, lo que impulsaría al dólar a apreciarse aún más.



## Divisas

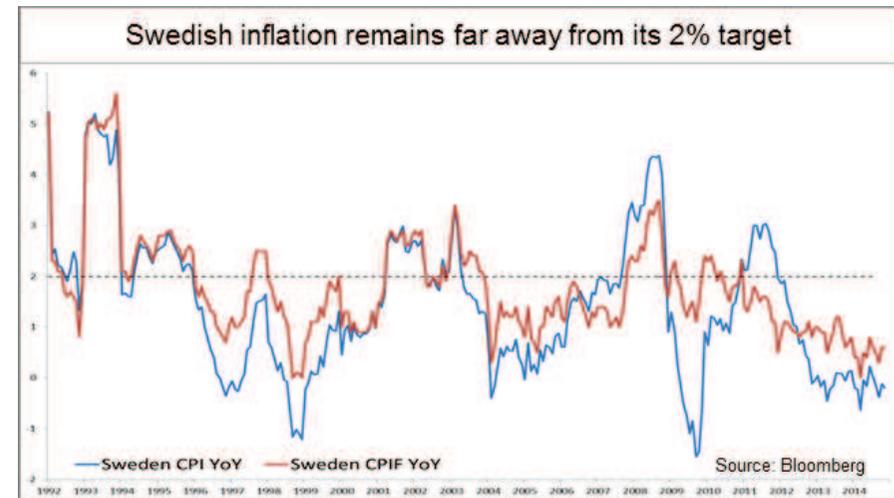
## Mayor flexibilización impulsaría mayor caída del SEK

### El Riksbank despeja el camino para implementar mayores medidas de flexibilización

El banco central sueco (*Riksbank*) ratificó su actual política monetaria durante su reunión del 16 de diciembre, dejando la tasa de referencia en 0.0%. No obstante, aplazó levemente la estimación del momento del primer incremento de tasas para la primera mitad de 2016, dado que la política monetaria debe expandirse aún más para que el IPC con tasa fija aumente en tiempo hacia el objetivo del 2%. De hecho, a pesar de la mejora continua en las perspectivas de crecimiento de Suecia, la inflación estaría siendo menor por un tiempo, debido principalmente a la caída del precio del crudo. Esto aumenta el riesgo a que decaigan aún más las expectativas inflacionarias a largo plazo. El *Riksbank* también anunció que está dispuesto a implementar medidas adicionales en caso que fuera necesario (más allá de posponer la fecha de la primera subida de tipos).

Debido a lo expuesto precedentemente, es que el lanzamiento esperado del QE de bonos soberanos del BCE, a realizarse con el fin de agrandar su balance, y la reciente depreciación brusca de la corona noruega, llevan al *Riksbank* a estimar un crecimiento menor de la inflación (dado que la Eurozona y Noruega representan casi el 57% de las importaciones suecas). Ante un contexto ya de por sí de inflación baja, es probable que durante los próximos meses la entidad sueca lance medidas de flexibilización heterodoxas para combatirla. Dado que las intervenciones en el mercado de cambios siguen un recurso de última instancia para el *Riksbank*, es probable que implemente tasas negativas.

**Los inversores contemplan un mayor avance del USD/SEK** - Ante la posibilidad de que el *Riksbank* responda a las medidas de flexibilización del BCE, no vemos del todo atractivo el posicionamiento largo sobre el EUR/SEK. No obstante, el USD/SEK debería continuar apreciándose dado las crecientes divergencias entre las políticas monetarias de los respectivos. De esta forma se contempla la posibilidad de extensiones hacia la fuerte resistencia de 8.1372 (máximo del 08/06/2010), con la paridad estando respaldada por el soporte clave de 7.3285 (mínimo del 31/10/2014).



## Divisas

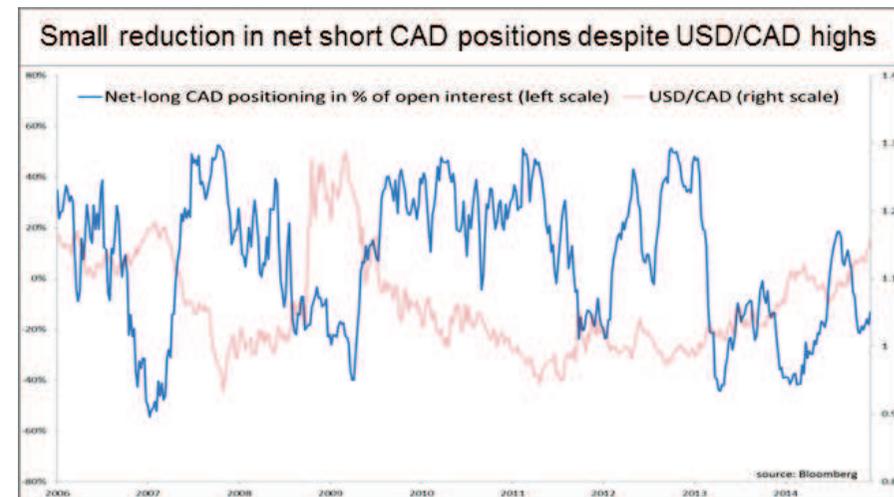
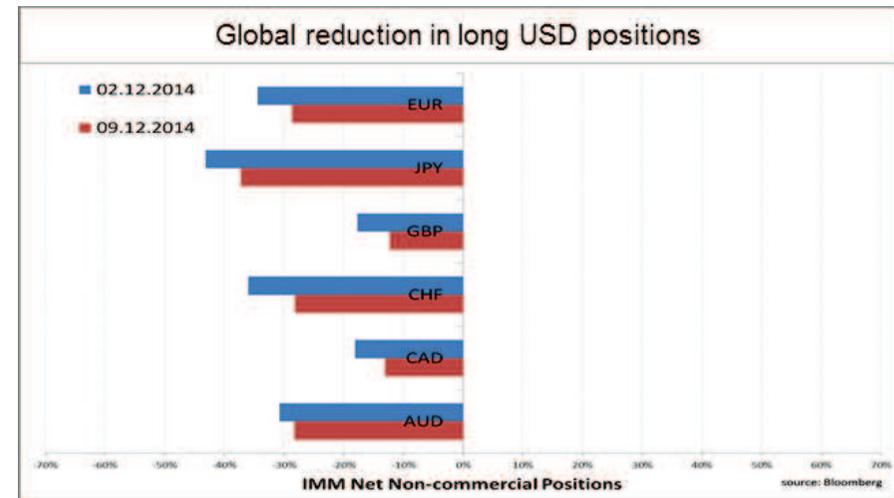
## USD/CAD: posicionamiento favorece estrategias largas

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 9 de diciembre de 2014.

En términos generales los inversores han reducido sus apuestas en largo por el USD. De hecho, todas las divisas han reducido su nivel de exposición corta neta ante el USD. Parte de ello se ha debido a que el BCE no ha adoptado medidas nuevas tras su reunión de política monetaria de diciembre. Es probable que esta decepción sea temporal, dado que la entidad evalúa la posibilidad de lanzar un amplio programa de flexibilización monetaria a principios de 2015 para agrandar su balance.

Desde una perspectiva de posicionamiento, los nuevos máximos registrados por el dólar canadiense y la reducción de su posicionamiento neto corto, hacen que el USD/CAD presente unas perspectivas atractivas para un posicionamiento largo.



## 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.