

INFORME SEMANAL

8 - 14 de febrero | 2016

INFORME SEMANAL DE MERCADOS - Resumen

p3	Economía	Banco Nacional de Suiza: especulación de intervención - Peter Rosenstreich
p4	Economía	Rusia: aún con la intención de aumentar sus reservas - Yann Quelenn
p5	Economía	El GBP se verá afectado por la posición laxa del BoE - Arnaud Masset
p6	Economía	China: crisis cambiaria en cámara lenta - Peter Rosenstreich
p7	Economía	EE.UU: a la espera de mejores datos macro - Yann Quelenn
	Disclaimer	

Economía

Banco Nacional de Suiza: especulación de intervención

El deterioro de los datos macro

En el EURCHF han comenzado a circular nuevamente los rumores de intervención del Banco Nacional de Suiza (BNS), producto de la volatilidad en los mercados en general, incluyendo en la de este mercado cambiario. Más allá que la actual presión deflacionaria que padece Suiza pueda justificarla al igual que el deterioro de sus perspectivas macro, dudamos que el BNS se embarque en una intervención. Es que si vemos lo que fueron las ventas minoristas suizas de diciembre, podríamos pensar que su caída interanual del 1.5% registrada, puede haber sido provocada por un invierno más cálido que no haya inspirado a los suizos a gastar en tanta vacación alpina. Con la estabilización macro que a pesar de todo se va constatando, el sector de consumo minorista debería irse recuperando lentamente a medida que transcurre este año -aunque no sea algo tan significativo-. Igualmente, no se ignora los efectos adversos que genera sobre el consumo y los consumidores, la fortaleza del franco suizo y el deterioro de las perspectivas económicas globales. Asimismo los inversores siguen teniendo latente la amenaza que representa el BCE para la economía suiza, siempre y cuando la Eurozona permanezca al borde de la deflación. Hasta el momento, lo cierto es que el EURCHF ha reaccionado positivamente a los acontecimientos constatados recientemente. Mientras tanto en el mercado, ya se contempla un desafío a la resistencia del 1.1150.

Sin indicios de intervención del BNS

Es más probable que otros eventos macro, incluyendo la fortaleza del euro, estén impulsando la cotización del EURCHF, más que los rumores de una intervención del BNS en sí. Entendemos que el CHF ofrece su cualidad de activo refugio en momentos de tensiones geopolíticas y no tanto cuando la volatilidad es causada por las políticas de los bancos centrales. A medida que crecen las expectativas de que el BCE flexibilice aún más su política monetaria (a pesar de los recientes comentarios), los inversores han dejado de concentrarse en mercado del CHF para hacerlo en el euro. Tal vez el indicio más fuerte de intervención directa en el mercado del CHF por parte del BNS, es el aumento de los depósitos a la vista en el entorno de los 4.500 millones de CHF desde comienzo de año y el

de las reservas internacionales en enero de los 559.500 millones previos, a los 575.400 millones de francos. Sin embargo, tal cual un banco de renombre suizo menciona muy acertadamente, el factor de estacionalidad puede estar afectando significativamente el nivel de depósitos a la vista, lo que explicaría el verdadero motivo de la variación. Asimismo, la depreciación del franco suizo sugiere que un aumento de las reservas internacionales probablemente tenga un efecto más eficiente al momento de alterar el valor de la divisa. Dado las preocupaciones en torno a la economía doméstica, el CHF debería seguir debilitándose a medida que el BNS mantiene una posición dubitativa. En caso de que se arriesgue a que haya un “shock” de mercado, el CHF debería aumentar sus pérdidas y el EURCHF apreciarse más.



Economía

Rusia: aún con la intención de aumentar sus reservas

Una situación preocupante

La situación económica de Rusia es preocupante: su PIB acumula una caída interanual del 3.7%, muy por debajo de lo que fue el incremento del 0.6% en 2014. El país se está viendo muy afectado por la inestabilidad del contexto internacional y la devaluación de su divisa, principalmente a causa de los persistentes bajos precios del crudo y la gran inflación del 10% que padece. El USDRUB se está negociando muy cerca del máximo de los 82 rublos por dólar, lo que muestra cuán caro es el oro denominado en rublos. Además de todo esto, los precios del oro y del sector de metales preciosos en general, yacen actualmente a sus niveles más altos en tres meses.

Objetivo: aumento de las reservas internacionales

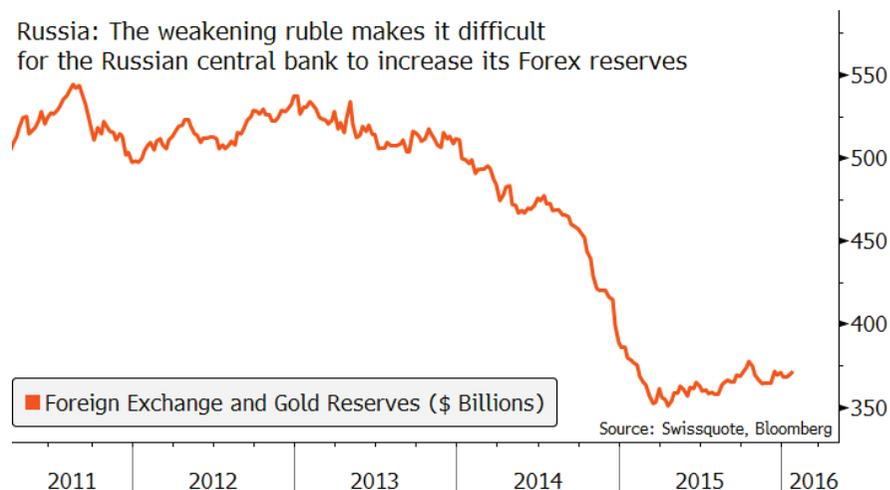
Mientras no caben dudas que la guerra de divisas continúa, el banco central ruso (BCR) busca incrementar sus reservas internacionales (las cuales incluye al oro). En este sentido, tampoco caben dudas que una mayor reserva de oro proporcionaría a Rusia cierta estabilidad y confianza. La semana pasada, el BCR publicó el nivel de reservas internacionales al 29 de enero; crecieron en 2.000 millones de dólares en comparación a una semana atrás. La presidente de la entidad, la Sra. Elvira Nabiullina, ya ha dejado bien claro que uno de los principales objetivos del central es que las reservas asciendan a los 500.000 millones de dólares; por el momento, se ubican en los 371.300 millones.

La inflación sigue siendo muy elevada

Otro punto importante es el aumento de la inflación en Rusia. Actualmente al BCR le está siendo muy difícil alcanzar el objetivo del 4% a medio plazo debido a las sanciones internacionales y al colapso de los precios del crudo, el cual reduce fuertemente sus ingresos. Rusia no tiene mucho margen de maniobra debido a los elevados niveles de inflación y a la contracción de la economía, lo que hace que los tipos de interés permanezcan estancados en el 11%. No obstante, una mayor depreciación del rublo impulsaría al BCR a aumentar los tipos de manera similar a lo sucedido en 2014, cuando los subió al 17%.

Lo que aquí se debe descifrar es si Rusia y China (también) son de hecho capaces de respaldar completamente su divisa con oro. Existe un intento deliberado de Rusia de remover el dólar de sus reservas internacionales y para que esto sea realista, el BCR debe incrementar sus reservas de oro. Definitivamente el oro es sinónimo de confianza para un banco central. Y por todo lo expuesto precedentemente, podríamos decir la guerra de divisas continúa al rojo vivo.

Russia: The weakening ruble makes it difficult for the Russian central bank to increase its Forex reserves



Economía

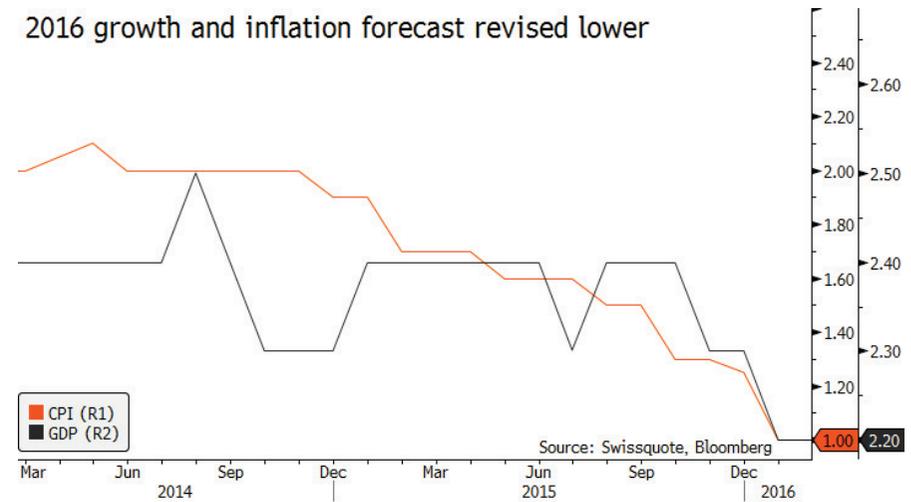
El GBP se verá afectado por la posición laxa del BoE

El Banco de Inglaterra (BoE) llevó a cabo el jueves pasado su reunión trimestral y dio a conocer su decisión de tipos de interés junto con una actualización de sus proyecciones de inflación y de crecimiento. En línea con lo que todos esperábamos, el Comité de Política Monetaria (MPC por sus siglas en inglés) mantuvo los tipos de referencia sobre los mínimos históricos y el nivel de compra de activos, financiado por la emisión de reservas, por un total de 375.000 millones de libras esterlinas. El único disidente dentro del MPC, fue Ian McCafferty, quién dejó atrás su postura habitual y pasó a marcar una posición laxa. No obstante más allá de las posiciones, lo cierto es que la votación fue unánime (9 a 0) para mantener los tipos de interés de referencia en el mínimo histórico del 0.5%.

Respecto a la actualización de las proyecciones de crecimiento e inflación del Reino Unido, no sorprendió a nadie que fueran revisadas a la baja debido al desplome del precio del crudo y las preocupaciones en torno a la desaceleración económica de China y desde una perspectiva más amplia, la contracción de la demanda internacional. El MPC redujo el PIB estimado del 2.5% al 2.2% para 2016 y del 2.7% al 2.4% para 2017; la inflación esperada se redujo del 0.7% al 0.4% para 2016, y del 1.5% al 1.2% para 2017, a medida que la presión salarial sigue siendo baja y se sigue sintiendo el efecto de los precios deprimidos del sector energético. En términos generales, el MPC se mantiene relativamente optimista respecto al devenir de la economía del Reino Unido, pensando que el próximo movimiento en los intereses será al alza y no a la baja. En este sentido, los comentarios del gobernador del BoE, el Sr. Mark Carney, tuvieron un tinte menos laxo al previsto por los inversores, lo que ayudó a la libra esterlina a recuperar los niveles de cotización pre-anuncio.

Asimismo la semana pasada fue intensa para el GBPUSD, ya que los inversores se replantearon el momento para los sucesivos incrementos de tipos de interés por parte de la Fed. El viernes pasado, el *major* cerró con una apreciación del 2% alcanzando los 1.4650 dólares por libra esterlina. No obstante, es posible que la fiesta haya culminado para el GBP, ya que es probable que el BoE se mantenga en stand-by por un período más prolongado. Además, su pérdida de valor podría exacerbarse por las amenazas de una Brexit a medida que nos adentramos más en el año.

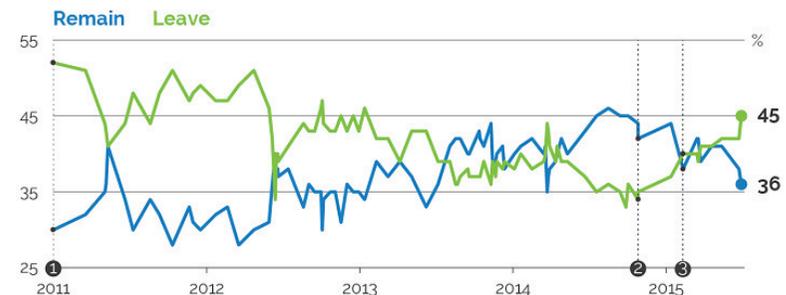
2016 growth and inflation forecast revised lower



EU referendum: Leave leads at nine

Source: YouGovUK

European Union referendum voting intention since August 2011



Wording:

- ① In a referendum on Britain's membership of the EU how would you vote? (Remain/Leave)
- ② Should the United Kingdom remain a member of the European Union? (Yes/No)
- ③ Should the United Kingdom remain a member of the EU or leave the EU? (Remain/Leave)

Economía

China: crisis cambiaria en cámara lenta

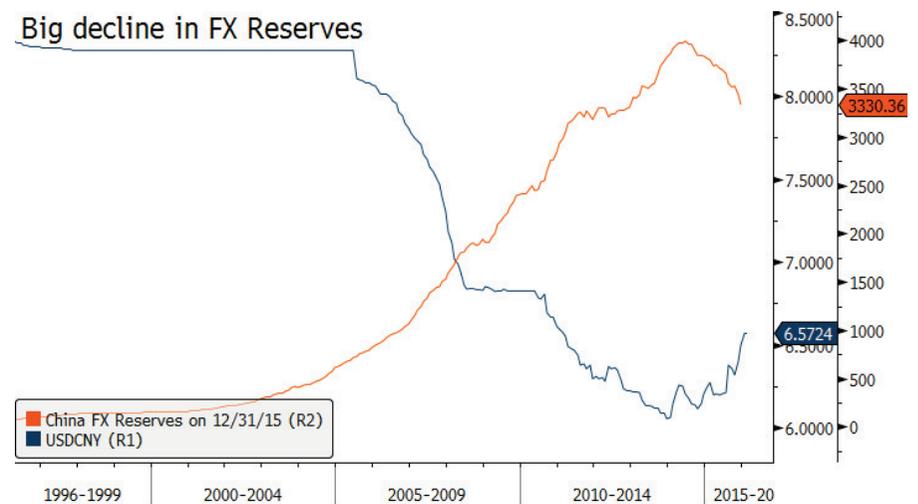
No caben dudas que lo que estamos atestiguando en cámara lenta es una crisis cambiaria. Aunque entendemos que el final de la crisis no está dicho, nos dirigimos en esa dirección, donde los lineamientos se han definido y las posiciones construido. La *Administración Cambiaria del Estado Chino* (SAFE por sus siglas en inglés) ha salido a la ofensiva para neutralizar el daño causado por los especuladores en el mercado del RMB. Si tomamos en cuenta los comentarios de reconocidos *hedge-funds*, vemos las fuertes expectativas respecto a una mayor devaluación del RMB. El nuevo presidente del SAFE, Pan Gongsheng (ex vice gobernador del Banco Popular de China), declaró vehemente que el nivel de reservas internacionales del central chino siguen siendo suficiente y anticipa un superávit en 2016. Asimismo aclaró que no están dadas las condiciones para que el yuan siga devaluándose y por tanto, seguirá estable, lo que sugiere que la economía china continúa estando en una posición lo suficientemente sólida. Esto es muy diferente a la percepción que predomina en los mercados financieros, donde cada vez están más preocupados respecto a la estrategia económica de China y a su capacidad para reequilibrarse y frenar las salidas de capital.

A pesar de los tropiezos constatados en 2015, nos animamos a pensar que China tiene el poder suficiente para estimular la demanda interna mientras lidia con las salidas de capital (sin recurrir a la opción extrema de la imposición de controles de capital). El Vice Premier Wang Yang, le ha comentado al Secretario del Tesoro de EE.UU Jack Lew, que China estaba en condiciones de mantener al RMB en un nivel “equilibrado”. Desde nuestra perspectiva, creemos que las autoridades chinas buscan equilibrar al RMB inyectando capital, en vez de hacerlo condicionándolo al crecimiento económico y a los recortes de interés (los cuales pueden exacerbar las salidas de capital a corto plazo).

Independientemente de lo anterior, lo cierto es que las salidas de capital no cesan por estos días, a tal punto que podrían inclusive descontrolarse. En los últimos años se estima que las salidas han alcanzado los \$676.000 millones. Para frenar la depreciación del RMB, el PBoC recurrió a fondo a las reservas internacionales; en diciembre destinó 140.000 millones de dólares para una intervención.

Este domingo, previo al inicio de las vacaciones por el Año Nuevo chino, el gigante asiático estará publicando sus niveles de reservas internacionales. Si bien las estimaciones de la cadena *Bloomberg* contemplan una reducción de 120.000 millones de dólares, nosotros contemplamos una más profunda de 145.000 millones. Esto sería la mayor pérdida de reservas internacionales de China de su historia, lo que exacerbaría el escepticismo de los inversores respecto a la capacidad de recuperación de China (incluyendo su capacidad para gestionar el anclaje cambiario). Una mayor devaluación provocará un mayor efecto deflacionario en una economía global de por sí frágil y acentuará las devaluaciones regionales. No obstante, una depreciación más suave generaría una liquidación de posiciones cortas.

Big decline in FX Reserves



Economía**EE.UU: a la espera de mejores datos macro**

Los mercados han estado esperando la publicación del nivel de gasto e ingreso personal de EE.UU desde que el FOMC decidió a finales de enero para mantener los tipos de interés en 0.5%. Mientras que el ingreso estuvo en línea con lo registrado en noviembre, el gasto personal se ha reducido. Asimismo las estimaciones del PIB de cuarto trimestre no nos han sorprendido, ya que el 0.7% trimestral es el menor incremento desde el invierno de 2015, cuando la economía estadounidense todavía enfrentaba dificultades para generar un crecimiento sustentable. Por su parte la desaceleración económica de China y el colapso de los precios del petróleo, deberían generar una menor inversión y una mayor reducción de empleos. Definitivamente la Fed mantiene unas perspectivas demasiado optimistas respecto a la evolución de los tipos de interés. Ahora cabe preguntarse por qué la Fed tendría éxito ahora cuando no logró obtenerlo en los últimos diez años.

La debilidad conocida en los últimos datos macro estadounidenses, ponen en duda la estrategia restrictiva de la Fed para este año. El resto de los bancos centrales, están todos flexibilizando sus políticas monetarias (a excepción del Banco de México, que cuidadosamente busca seguir la línea de la política de la Fed para evitar salidas de capital que surgirían de un diferencial de intereses menor). Es por ello que la Fed está sola. Creemos que un aumento de intereses demasiado temprano afectaría muy negativamente a la economía estadounidense y la hundiría de vuelta en una recesión. De todos modos, el elevado nivel de endeudamiento de EE.UU, obliga a la Fed a tener que reducir su inflación a largo plazo. Si esto entonces no pasa, no nos sorprendería que la Fed pase a contemplar un QE4. Teniendo en cuenta su posición actual, esto último sería para el central estadounidense muy contradictorio. Es por ello que recientemente aumentó los intereses, con el fin de demostrar que tiene la situación bajo control.

El escenario base que la Fed proyecta es de cuatro aumentos de interés para este año y sobre ello, los mercados descuentan que con una tendencia de creación de empleos sólida en EE.UU en 2016, sería suficiente para sustentar este escenario. No obstante, el hecho de que haya más de 1.100.000 de personas sin empleo, deja cierto margen de tiempo para que el mercado laboral se equilibre mejor.

Consecuentemente, creemos que hay demasiados trabajadores aún excluidos, lo que presiona los salarios a la baja. A pesar de la caída de la tasa de desempleo publicada la semana pasada (4.9%) y un nivel significativo de empleos generados (152.000 en enero), el crecimiento de los niveles salariales sigue siendo bastante reducido. Es por ello que dudamos mucho que la Fed logre alcanzar su objetivo inflacionario del 2%. Su mandato dual dista mucho de poder ser logrado, a pesar de la mega intervención realizada durante la última década. Lo cierto es que hoy en día, la debilidad de los datos macro es la nueva normal de la economía estadounidense.

Si la inflación realmente no logra despegar muy pronto, entonces la Fed no tendrá mucho margen para alcanzar sus objetivos. Recientemente su presidenta, la Sra. Janet Yellen, declaró que no está del todo convencida de la eficiencia de los tipos de interés negativos. Asimismo aseguró que los mega QEs también distan mucho de ser eficientes. Sin embargo, la pasividad tampoco existe para la entidad, lo que nos hace pensar que guste o no, se está dirigiendo hacia la implementación de intereses negativos, un QE4 o ambas. De esta forma mantenemos unas perspectivas alcistas sobre el EURUSD, ya que creemos que la divergencia monetaria está llegando su final en 2016.



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.