

INFORME SEMANAL

15 - 21 de febrero | 2016

INFORME SEMANAL DE MERCADOS - Resumen

- | | | |
|----|-------------------------|---|
| p3 | Economía | Suiza: se atenúa la deflación pero el CHF se fortalece - Peter Rosenstreich |
| p4 | Economía | Datos macro poco convincentes en Australia y Canadá - Yann Quelenn |
| p5 | Economía | El JPY se valoriza ante la falta de confianza en el BoJ - Arnaud Masset |
| p6 | Economía | Aumento del riesgo crediticio de los bancos - Peter Rosenstreich |
| p7 | Economía | Yellen no descarta la implementación de tipos negativos - Yann Quelenn |
| p8 | Divisas | El posicionamiento monetario internacional no comercial - Arnaud Masset |
| p9 | Temas de trading | La caída global de la renta variable |
| | Disclaimer | |

Economía

Suiza: se atenúa la deflación pero el CHF se fortalece

Los datos de inflación suizos conocidos la semana pasada, no fueron nada novedosos. En términos anuales el IPC acumuló en enero una caída del -1.3% y una del -0.4% intermensual; el IPC básico marcó un declive interanual del -0.9%, mientras que en términos mensuales, la caída se acentuó del -0.1% previo, al -0.4%. Ante una menor demanda de activos de riesgo, el CHF se fortaleció ante el USD y el EUR, lo que hizo que la operativa no estuviera tan focalizada sobre estos resultados macro. Este deterioro de las perspectivas inflacionarias no hace otra cosa que alimentar la especulación sobre una intervención del Banco Nacional de Suiza (BNS). Sobre todo, si se tiene en cuenta el reciente salto de los depósitos a la vista publicado por el central (de 559.500 millones de francos suizos a los 575.400 millones), junto con la depreciación sostenida del CHF.

En su momento habíamos pensado lo poco probable que era cualquier tipo de intervención del CHF teniendo en cuenta la evolución de los efectos cambiarios que venían constatándose y el balance ya súper inflado que el BNS presentaba. Es así que a pesar de la firme demanda de activos refugio de estos meses, el CHF ha estado depreciándose. Sin embargo ahora, teniendo en cuenta lo nada convincentes que los datos macro suizos son hoy en día y el fortalecimiento que el CHF aún acumula, las probabilidades a que el BNS intervenga este mercado cambiario aumentan significativamente. Igualmente, no es tan probable que realice una intervención directa, ya que podría inclinarse más por establecer tipos de interés más negativos aún (a pesar de que el BNS ve a ambas alternativas con buenos ojos). Por su parte su presidente, el Sr. Thomas Jordan, ha dejado bien en claro que según él, el CHF presenta una valoración excesiva y por tanto, los intereses pueden quedar en “un nivel negativo aún mayor al actual (sobre el límite de la banda del -0.75%). Además en toda esta situación, hay dos aspectos interesantes: el primero es que si bien los intereses negativos no han logrado revertir la entrada de capitales eficientemente, igualmente han desacelerado el fortalecimiento del CHF; y el segundo, es que ningún otro banco central ha implementado esta estrategia.

En los mercados de divisas, los inversores últimamente han estado demandando divisas refugio debido a las incertidumbres en los mercados financieros, la caída de los precios del crudo y las crecientes expectativas de una nueva devaluación del CNY, todo lo cual ha generado un desapalancamiento de portafolios. Ahora el BNS vuelve a estar en una posición incómoda, ya que la divergencia monetaria de los bancos centrales comienza a quedar atrás, crecen las expectativas de que el BCE amplíe en marzo su QE y las incertidumbres en los mercados globales provocan una nueva fase de entrada de capitales a Suiza. Aunque el BNS necesita desestimular la entrada de capitales tanto de inversores extranjeros como de los domésticos, lo cierto es que su margen de maniobra es limitado. De todos modos por el momento, es demasiado temprano para que anuncie algo y por ende, no descartamos que el CHF siga fortaleciéndose frente al grupo de divisas del G10.



Economía

Datos macro poco convincentes en Australia y Canadá

En una situación difícil - Mientras la OPEC mantenga su nivel de oferta excesivo, el precio del crudo seguirá bajo presión. Al día de hoy todo parece indicar que este período de sobreproducción está lejos de haber terminado. El barril Brent se negocia en torno a los \$31 y varios países como Australia y Canadá están sufriendo los efectos de estos precios deprimidos. Y lamentablemente, no hay nada que sugiera que esta situación se revierta, tanto en el sector energético como en el de materias primas en general. Actualmente ambas economías atraviesan una fase contractiva, sobre todo sus cuentas corrientes que yacen en déficit (Australia en -\$21.200 millones y Canadá en \$11.500 millones durante el tercer trimestre de 2015). Además ambas economías dependen en buena parte de la renta proveniente de su producción de materias primas. Estos ingresos siempre están muy condicionados al contexto internacional, sobre todo cuando la situación geopolítica sigue siendo incierta. Esta última puede perfectamente trasladarse al crudo teniéndose en cuenta lo que sucede actualmente en Medio Oriente con respecto a Siria, los problemas entre Irán y Arabia Saudita, así como el colapso del rublo en Rusia. Mientras tanto, continúa la guerra entre las divisas relacionadas a las materias primas.

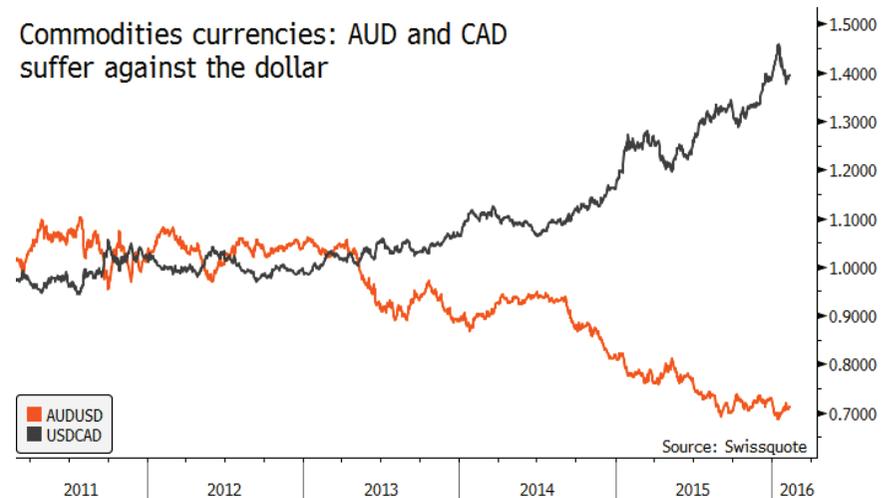
Entrando en la etapa de tipos de interés negativos - En Australia, el Banco de la Reserva (RBA) ratificó los tipos de referencia en el 2% actual, gracias a la solidez del mercado laboral constatada durante el último trimestre de 2015; la tasa de desempleo ha disminuido en el último año hasta el 5.8%. Sin embargo, Australia es muy dependiente de China, quien es su mayor socio comercial. En este sentido, existen cada vez más indicios de que la desaceleración china no ha culminado (con un menor aumento del consumo de gas, por ejemplo). Como resultado, la demanda agregada de bienes de australianos debería continuar contrayéndose, lo que impactará más negativamente sobre los ingresos de Australia. Asimismo es de esperar que el Aussie continúe bajo una presión considerable a pesar de que se negocia por encima del nivel psicológico de los 0.70 dólares. Por esta razón, el gobernador del RBA, Glenn Stevens, está contemplando la posibilidad de seguir flexibilizando su política monetaria. Los datos de inflación actuales también le dan al RBA el espacio necesario para actuar en este sentido.

Pensamos que el recorte de intereses será algo que el Banco de Canadá (BoC) también

realizará debido a los bajos precios de las materias primas. Es más, hasta sería “mejor” la implementación de intereses negativos para forzar a las empresas y consumidores a soltar el gasto. Además, los datos macro de Canadá no son alentadores: su déficit comercial sigue siendo significativo y se ubica en el entorno de los \$427 millones. Y por último, pero no ello menos importante, los bajos niveles de importación de maquinaria industrial reflejan claramente lo que están disminuyendo los niveles de inversión empresarial en Canadá.

Por el momento, se avizora solamente un centello de luz en el horizonte: el oro, que acumula una apreciación del 16.74% en lo que va del año. Si bien esto debería generarles una renta a ambos países, mantenemos unas perspectivas bajistas sobre el Aussie y el Loonie a medio plazo.

Commodities currencies: AUD and CAD suffer against the dollar



Economía

El JPY se valoriza ante la falta de confianza en el BoJ

Como es habitual, durante un período de mucha incertidumbre y mayores temores respecto a una recesión, los inversores aumentan su exposición a los activos refugio como el yen, los bonos soberanos y el franco suizo, mientras que la reducen en activos de riesgo como los títulos de renta variable y las divisas de los mercados emergentes. Lamentablemente para el Banco de Japón (BoJ), esta situación está lejos de ser conveniente, ya que va totalmente en contra de lo que ha estado tratando de lograr desde la implementación de su Programa de Flexibilización Cuantitativa y Cualitativa (QQE por sus siglas en inglés) en 2014. En lo que va de 2016, el yen se ha apreciado casi un 8% frente al dólar. Además de su propiedad de activo refugio, su valorización no solamente se debe a la falta de confianza de los inversores a la capacidad del BoJ para devaluar al yen, sino también a la percepción de que la Fed será incapaz de continuar con su ciclo de alza de tipos de interés ante la desaceleración de la economía mundial (Yellen ha dado a entender que las turbulencias de los mercados podrían retrasar aún más el ciclo de alza de intereses).

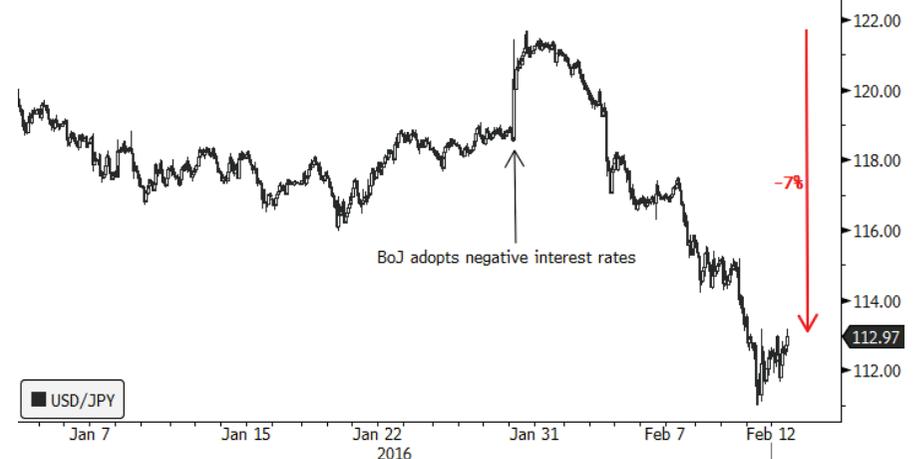
Sin embargo, es importante notar que el BoJ tiene una parte de responsabilidad en el fortalecimiento del yen. A finales de enero, su comité de política monetaria votó a favor de adoptar una política de tipo de interés negativa (NIRP por sus siglas en inglés), con la esperanza de mantener al yen en niveles bajos, pudiendo inclusive devaluarlo más. Inicialmente, los inversores aplaudieron la medida y el USD/JPY se apreció un 2.5%, a los 121 yenes por dólar. Sin embargo, cuando se dieron cuenta de que los tipos de interés del -0.1% se iban a aplicar a una parte irrisoria de los saldos totales de cuenta corriente (los balances de las políticas de intereses) y las otras dos partes principales (el balance básico y el balance macro agregado) no iban a estar sujetos a los intereses negativos (+0.1% y 0.0%, respectivamente), entonces aumentaron su exposición al yen más que antes.

La decisión del BoJ de implementar una medida a medias, la cual los inversores la ven claramente como un signo de debilidad, se suma a la preocupación de que los bancos centrales de todo el mundo están teniendo dificultades para alcanzar sus metas de inflación. Además, la negativa del Consejo del BCE de incrementar considerablemente su QE en diciembre y la reciente decisión del BoJ de recortar los intereses, sugiere que los

bancos centrales en general han empezado a cuestionarse cuán eficiente puede ser el incremento de los volúmenes de estímulo para aumentar la inflación de manera sostenida e impulsar un sólido crecimiento económico.

Esta semana se estará publicando en Japón una nueva tanda de datos económicos, lo que permitirá entender mejor el verdadero estado de su economía. Por ahora, el USD/JPY se mantiene estable, negociándose entre los 112 y 113 yenes por dólar. Si bien todavía no descartamos que la paridad quede expuesta a mayores pérdidas, los inversores todavía están tratando de comprender lo que pasó el jueves, cuando se disparó 200 puntos en menos de 5 minutos.

Did the market lose faith in the BoJ ?



Economía

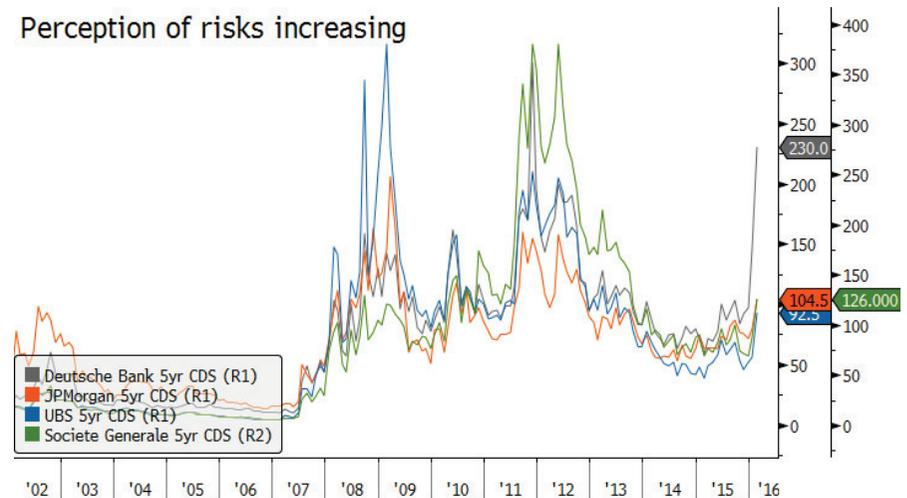
Aumento del riesgo crediticio de los bancos

La semana pasada las acciones de Deutsche Bank (DB) cayeron a su nivel más bajo en treinta años, siendo el declive de las bolsas alrededor del mundo y los temores a una recesión global, los principales factores que hicieron que los inversores se desprendieran de estos títulos y de los activos de riesgo en general. La caída de precio de las acciones de DB fue tan pronunciada, que su CEO John Cryan, se vio obligado a emitir el martes un comunicado asegurándoles a los inversores de que la entidad es una “roca sólida total” y continuará honrando sus obligaciones. Aunque la reacción inicial de los inversores fue positiva, enseguida volvieron a inquietarse al analizar el tema en sí. A primera vista parecería que las acciones de DB padecen la aversión al riesgo de los inversores en los mercados globales. Sin embargo, la declaración de Cryan viene de la mano de un comunicado emitido previamente que generó algunas preocupaciones. En este último, el director financiero Marcus Schneck, declaró lo siguiente durante la conferencia de beneficios del banco el pasado 29 de enero: “Basados en algunos resultados financieros preliminares de 2015, creemos que tenemos suficiente ADI y la capacidad establecida por el GAAP alemán para pagar los cupones AT1”. Esto último surge de un contexto donde los inversores están cada vez más nerviosos respecto a la situación de los derivados emitidos por DB.

Más allá de este riesgo idiosincrásico visto en DB, los diferenciales crediticios de los bancos en los mercados desarrollados, específicamente los de la Eurozona, han sido el punto focal de la volatilidad actual del mercado. Los diferenciales de crédito se han ampliado por una serie de factores descritos a continuación: los bajos beneficios de los bancos en Europa, la cada vez mayor decepción de los inversores respecto a la capacidad del BCE para gestionar el riesgo actual y potencial, y el proceso arbitrario de pagos. Asimismo los inversores han pasado a estar al borde de un precipicio debido al fuerte posicionamiento de los bancos en los mercados de crédito, las preocupaciones más acentuadas sobre las perspectivas macroeconómicas, la volatilidad de los mercados chinos y las consecuencias inesperadas de un rápido colapso de los precios de las materias primas. Sin embargo algo que llama la atención, es que los movimientos recientes no se han trasladado a los diferenciales de crédito de los mercados emergentes. El índice de *Credit Default Swaps* de los bancos europeos, se ha disparado de unos relativamente benignos 100 puntos básicos registrados

en diciembre, a los 207pb al cierre del último viernes. Si bien estos niveles no están cerca de los máximos alcanzados durante la crisis financiera, se debe estar alerta a cualquier movimiento repentino.

Una similitud inquietante entre la crisis financiera de 2007-2008 y los acontecimientos de hoy, es la repentina aparición en los medios de un nuevo instrumento complejo: los bonos convertibles contingentes, que apodados como bonos *CoCo*, han surgido en respuesta a las políticas de “demasiado grande para quebrar”, con el fin de proteger a los prestamistas en caso de una crisis al convertirles la deuda en acciones. Los *CoCo* tienen características complicadas y no probadas que permiten que el bono se transforme en acciones o se liquide, en caso de que el capital emitido por los bancos caiga por debajo de un umbral predeterminado (una descripción simplista). Aunque la exposición a estos títulos sigue siendo baja, los temores de los pasivos no contabilizados en los balances de los bancos durante un período de alta volatilidad, ponen a los inversores más ansiosos aún.



Economía

Yellen no descarta la implementación de tipos negativos

Ahora los inversores no contemplan que la Fed alce los tipos de interés en su reunión de marzo, debido a que la inflación claramente no está acelerándose a pesar de la baja tasa de desempleo. En 2015 el IPC se estancó en 0.7%, muy lejos del objetivo del 2% del central estadounidense. Inclusive para la reunión de abril, las probabilidades de un incremento de tipos de interés es bajísima (2%). Ante este cambio de expectativas, el dólar se ha debilitado considerablemente. La semana pasada la presidenta de la Fed, la Sra. Janet Yellen, presentó al Congreso el informe semestral de política monetaria de la Fed.

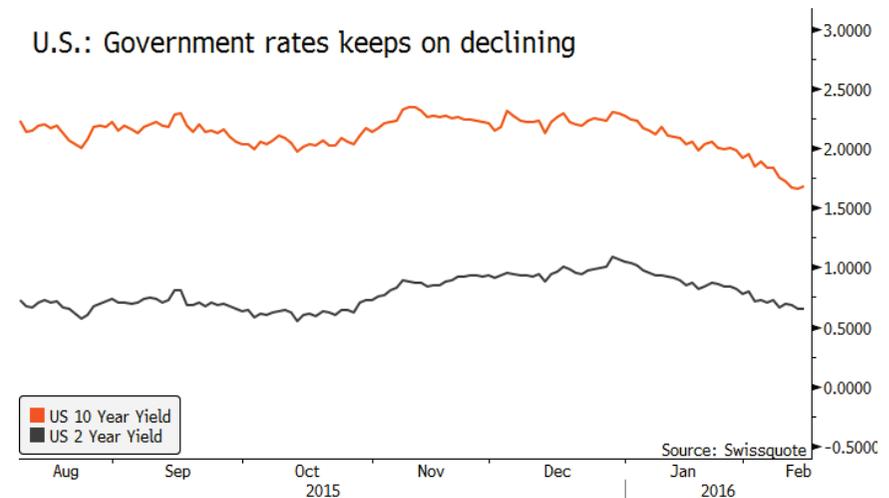
Yellen hizo algún comentario sorpresivo durante su comparecencia ante el Congreso, al mencionar por primera vez los tipos de interés negativos. Si bien anunció, tal como se esperaba, que la Fed podría aplazar el aumento de los intereses, se negó, por supuesto, a admitir que la actual estrategia de la Fed para normalizar la política monetaria, viene siendo ineficaz. Asimismo mencionó que la situación actual de los mercados financieros afecta a las perspectivas de crecimiento económico. En particular hizo hincapié en el mercado laboral, donde la disminución de la tasa de desempleo, no ha generado el aumento salarial deseado y necesario para que la inflación alcance el objetivo trazado por la Fed.

Yellen también afirmó que no aumentaría de manera demasiado brusca los intereses en caso de que se ponga en riesgo la recuperación económica. La cuestión de fondo, es que la deuda estadounidense es demasiado grande (18 billones de dólares) y los intereses de esta deuda estallarían si los tipos de referencia aumentaran demasiado. Para evitar lo anterior y sobre todo una recesión, Yellen está considerando ahora la implementación de intereses negativos. Sin embargo, si bien en algún momento se necesita generar algo de inflación para destruir la deuda, esta alternativa no está sobre la mesa a corto plazo debido a que en nuestra opinión, las condiciones del mercado de trabajo están sobrevaloradas en gran medida. Como resultado, creemos que existe una fuerte posibilidad de que se anuncie un cuarto QE, con el fin de inyectar liquidez y salvar al PIB. Para esto último hay que tener en cuenta que ya no se está en la era de la divergencia de política monetaria o normalización. Ahora estamos firmemente en territorio de tipos de interés negativos y Yellen está considerando esta opción a pesar del hecho de que "no está segura de si la Fed pueda ha-

cerlo".

Por el momento, la renta variable está sufriendo las consecuencias de una política monetaria tan poco clara y consideramos que la Fed no está en pleno control de la situación. Como hemos estado mencionando desde el año pasado, es cada vez menos probable que la Fed aumente los intereses este año. De todos modos en lo inmediato, el dólar podría darse el lujo de igual apreciarse frente al euro debido a que continúa las incertidumbres respecto a Europa. A medio plazo el EURUSD continuará presionado a la baja.

U.S.: Government rates keeps on declining



Divisas

El posicionamiento monetario internacional no comercial

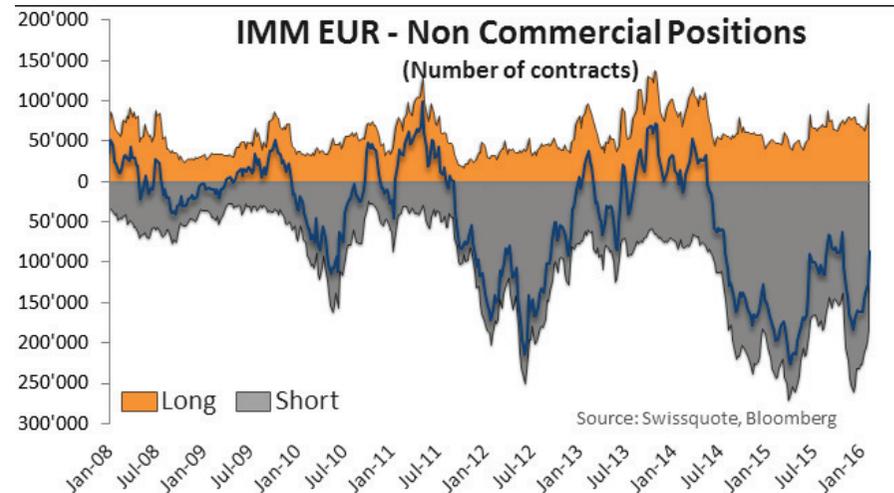
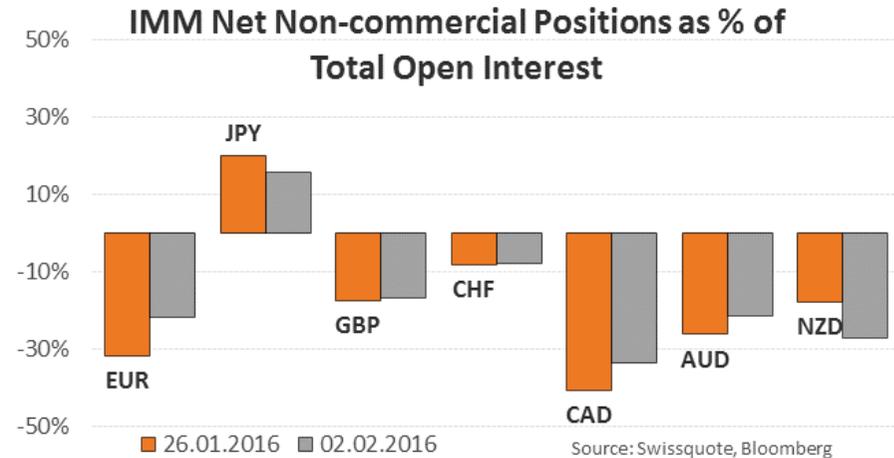
El posicionamiento del Mercado Monetario Internacional (MMI) es utilizado para visualizar los movimientos de capitales entre divisas. Este análisis se realiza generalmente con el fin prever cambios de tendencias cuando se registran niveles de posicionamiento extremo.

Los datos del MMI van hasta la semana terminada al 2 de febrero de 2016.

Ante las menores expectativas que los inversores tienen respecto a una subida de los tipos de interés de la Fed, el posicionamiento neto corto sobre euro ha caído sustancialmente después de que en diciembre alcanzara el 40% del *open interest* total. Se espera que este posicionamiento siga disminuyendo a medida que la historia de la divergencia monetaria pierde vigencia.

En el mercado del GBP, el posicionamiento neto corto se redujo modestamente tras haber alcanzado en la semana previa el 17% del *open interest* total. El mercado no descarta que la esterlina siga bajo presión debido a las incertidumbres respecto a una posible *Brexit* y al nuevo contexto general de bajos tipos de interés.

El posicionamiento neto largo sobre oro continúa aumentando. Los inversores han vuelto a este activo refugio para resguardarse de la caída generalizada de los mercados generada por los temores de una nueva recesión.



Temas de trading

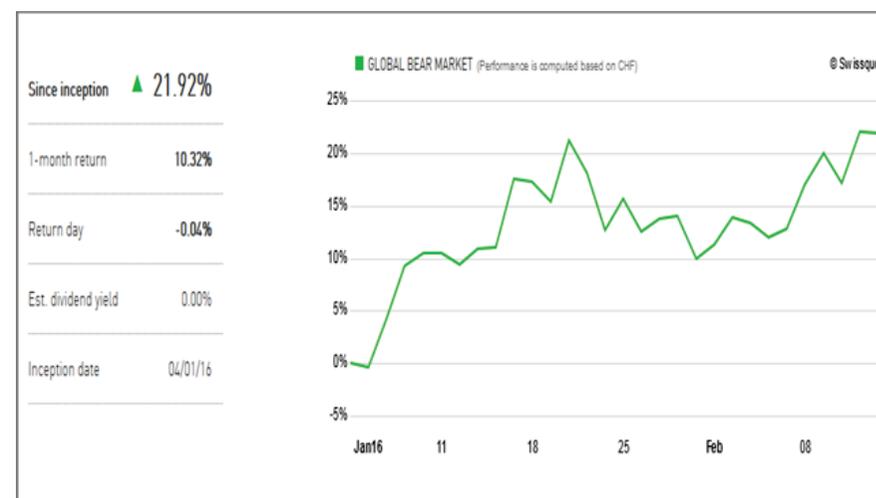
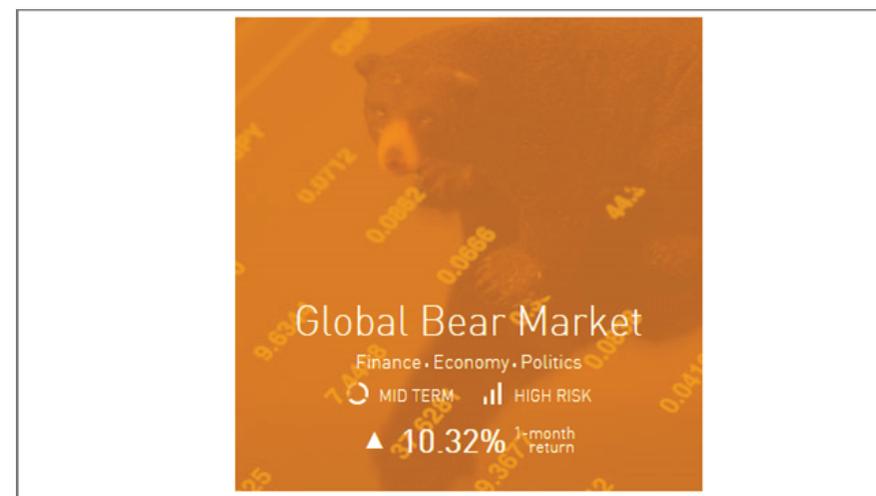
La caída global de la renta variable

Los mercados internacionales de renta variable no han comenzado bien el año y los inversores están cayendo en la cuenta de que la volatilidad puede convertirse en la nueva “normal” a medida que los bancos centrales alteran sus políticas monetarias. Hoy en día los inversores ven a la renta variable expuesta a riesgos bajistas concretos ante la imposibilidad de las empresas de aumentar los beneficios, la temerosa caída del crudo, la fuerte desaceleración de China, los múltiples máximos registrados y la debilidad de los mercados financieros. Tal vez el argumento más sólido, es que la reciente fase alcista de los mercados ha estado inflada por los grandes programas de compra de bonos de la Fed, los cuales estuvieron aumentando la valoración de los activos de renta variable y estimulando el crecimiento en los mercados emergentes. Con la Fed adentrándose en un proceso de normalización de su política monetaria, el crecimiento artificial de los precios de los activos se desinflará.

A medida que aumentan los tipos de interés en EE.UU, es cada vez más probable que los inversores reduzcan su exposición a los activos de riesgo de los mercados emergentes y la aumenten a los activos refugio. Es más, el sector manufacturero chino está teniendo dificultades para lidiar con su capacidad de sobra generada a causa de la inversión excesiva recibida; su única opción es recortar los precios e inundar con sus productos los mercados internacionales. Por otra parte la dinámica deflacionaria afectará a los beneficios corporativos y su efecto se trasladará al consumo, lo que presionará aún más a los títulos de renta variable. Aunque no estamos seguros si esta amenaza es “muy importante”, no está de más que los inversores adquieran una protección adicional en sus portafolios.

Para este tema de trading hemos tenido en cuenta los ETFs (fondos cotizados en bolsa) con una amplia exposición a las acciones *Large Cap* a nivel internacional. La utilización de los ETFs permiten a los inversores a posicionarse corto sobre acciones efectivamente (o vender) para beneficiarse de una caída de precios.

Análisis & Portfolio - Departamento de Estrategia de Swissquote Bank



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.