



**INFORME**

# INFORME MENSUAL

Octubre 2018



## Este año Halloween ha llegado antes

La observación en el balance del mercado de valores de este mes parece que Halloween ha llegado realmente este año. El comercio basado en el miedo derriba no solo los índices bursátiles, volviendo hacia atrás desde máximos. Los inversores en pánico huyen de los bonos italianos y, por lo tanto, el euro pierde. El Brexit está rebotando de sentimientos negativos contra la libra, y las guerras comerciales alcanzan el valor del yuan chino. Los instrumentos tradicionales refugio son engañosos como lugares seguros para esconderse en la historia de los horrores: e intensifican el efecto de sorpresa cuando el monstruo ataca de nuevo.

La impresión de inestabilidad ha abrumado a los mercados financieros globales. No tenemos una gran razón para entrar en pánico, sino más bien algunas más pequeñas, a menudo conocidas desde hace mucho tiempo, que han sido subestimadas recientemente. El epicentro de los choques recientes se encuentra en los Estados Unidos, porque los factores de riesgo más cercanos al mercado son los más recientes y han formado un esquema preocupante. Hasta el momento, las altas valoraciones poco interrumpidas chocan con la perspectiva de superar la cumbre del ciclo económico mundial, lo que amenaza con frenar la dinámica de los ingresos y las ganancias. Al mismo tiempo que la Fed seguía en el camino del ajuste monetario, nació la idea de que las autoridades monetarias (y fiscales) llegan tarde y no ven los primeros síntomas de la nueva crisis. Los escándalos de la crisis financiera mundial aún están recientes, y cuando no hay escasez de predicadores que predicen la recesión, los inversores parecen ser sensibles incluso a los signos más pequeños de deterioro. La constante resistencia de las guerras comerciales, el caótico Brexit o la recurrencia de la crisis de la deuda europea ha tensado la resistencia de los inversores.

A pesar de esto, la imagen de la economía global no es tan trágica como comenzó a pintarse en las últimas semanas. El pico del ciclo económico está detrás de nosotros, pero eso no significa que nos estamos acercando al precipicio. La desaceleración es un hecho, pero la desaceleración controlada de la tasa de crecimiento superior a la media es un fenómeno saludable. Además, las razones de la desaceleración son heterogéneas y, en muchos casos, transitorias. La dinámica del PIB en Europa sufre problemas en el sector automotriz alemán y en el curso político de Italia. Japón está experimentado desastres naturales. Un ancla para los mercados emergentes ha sido la preocupación por los efectos a largo plazo de las guerras comerciales y las tensiones financieras resultantes del endurecimiento de la política de la Fed. El crecimiento en los Estados Unidos alcanzó su punto máximo en el segundo trimestre debido a eventos puntuales, pero en los trimestres posteriores debería continuar a un ritmo claramente superior al promedio del 2,5 por ciento. La disminución en las ganancias de las empresas estadounidenses se esperaba debido a la expiración de los beneficios de la reforma fiscal, pero es más realista volver a la tendencia que a las ganancias cero, al menos en los próximos trimestres.

Por lo tanto, creemos que los mercados han reaccionado bajo la presión de todo tipo de factores de riesgo y los inversores tienen dificultades para mirar el panorama general a distancia, centrándose más en reducir su posición y ahorrar ganancias. Es cierto que los mercados están descontando el futuro, pero el riesgo de una recesión que puede ocurrir no antes de dos años parece ser apresurado en este momento. A menos que recibamos evidencia clara de que la inhibición de la recuperación global está cobrando impulso, deberíamos ver la racionalización de las expectativas, lo que reforzará aún más el efecto del entumecimiento ante la "mutilación" de los mismos factores de riesgo. En este contexto, en nuestra opinión, los temores sobre el Brexit e Italia pasarán, y las autoridades chinas han demostrado repetidamente que son capaces de controlar el camino de la recuperación.

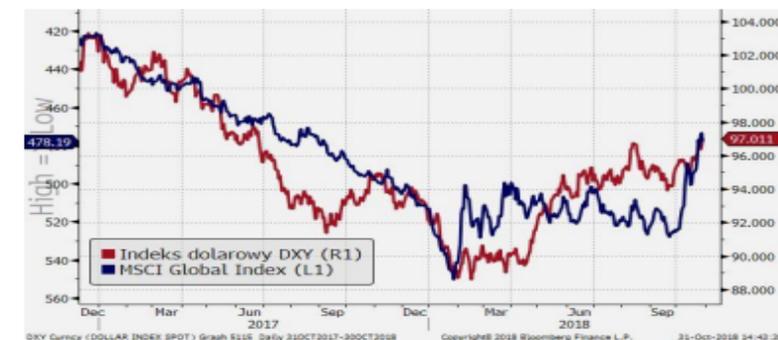


Gráfico 1. El dólar está ganando en la ola de aversión global al riesgo (mostrado aquí por el índice MSCI global de acciones)

Fuente: Bloomberg, TMS Brokers

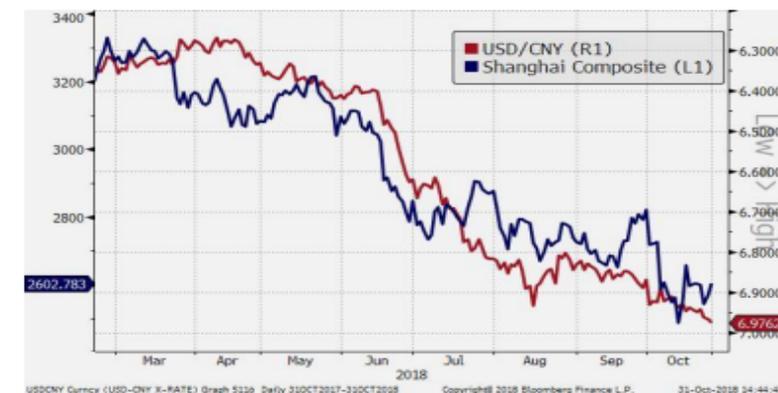


Gráfico 2. Desde que las guerras comerciales se han convertido en el foco de atención, se mantiene la presión sobre el yuan y el mercado de acciones chino.

Fuente: Bloomberg, TMS Brokers

## Este año Halloween ha llegado antes

Dado que el impulso para la venta provino del mercado de valores de los Estados Unidos, habrá una necesidad de buscar señales en la dirección en la que vamos más allá. Creemos que el sentimiento en Wall Street es incierto sobre el resultado de las elecciones al Congreso y, en este caso, buscaríamos un "punto de inflexión" para el sentimiento del mercado. Al mismo tiempo, creemos que las elecciones no deberían tener implicaciones inmediatas para los mercados. Se dan expectativas generales a la Cámara de Representantes en manos de los demócratas, y los republicanos retienen la mayoría (si no la aumentan) en el Senado. A primera vista, lo que parece ser un obstáculo para el proceso legislativo, en la práctica, la administración Trump ya ha logrado sus objetivos más importantes, mientras que otros proyectos tienen el apoyo de ambas partes (política comercial) o ya han enfrentado dificultades para aprobar el Congreso. También es poco probable que el resultado de las elecciones afecte la trayectoria política de la Fed. Por lo tanto, los mercados ahora pueden tasar la prima de riesgo por el resultado sorprendente de la elección, mientras que los efectos reales pueden ser más neutrales.

En nuestras previsiones, optamos por la posición de que la actual turbulencia del mercado se debe a que los inversores reaccionan bajo la presión de los factores de riesgo. Sin embargo, en estos factores no vemos ninguna amenaza significativa para el camino de la recuperación global, por lo tanto, nos atenemos a nuestros supuestos para la valoración fundamental de las tendencias en el mercado de divisas. La excepción es el EUR (y las coronas suecas y noruegas, SEK y NOK, estrechamente relacionadas) ante el impacto de la disputa sobre las finanzas públicas italianas, que es mayor de lo esperado. No obstante, opinamos que, en ausencia del efecto de contagio y de la situación de la economía de la zona del euro en mucho mejor estado que la crisis de la deuda europea en 2011, incluso teniendo en cuenta la prima de riesgo fresca para los bonos italianos, todavía se encuentran en niveles en los que la solvencia de Italia no es suficiente y está en riesgo. Esperamos extinguir el nerviosismo, gracias a lo cual el par EUR/USD volverá a aumentar en función de la normalización de la política del Banco Central Europeo. Sin embargo, el punto de partida inferior obliga a reducir la trayectoria de apreciación: bajamos el pronóstico a 1.16 desde 1.19 a finales de diciembre.

Revisamos al alza los pronósticos de los pares EUR/SEK y EUR/NOK. Como señalamos hace un mes, SEK y NOK a menudo se comportan como un EURO con los esteroides, lo que resulta en una mayor vulnerabilidad de las coronas a los riesgos asociados con la zona del euro. Esto retrasó el momento de centrarse en los fundamentos y perspectivas de la política monetaria del Riksbank y Norges Bank. En el horizonte más largo, mantenemos una visión positiva con SEK y NOK.

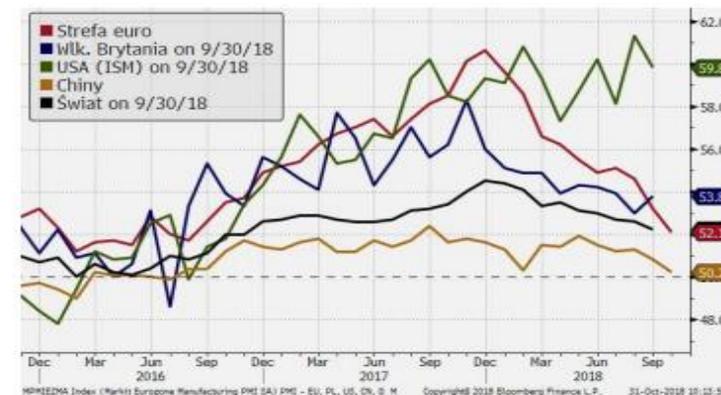


Gráfico 3. Actividad en la industria global (fuera de los EE.UU.) ya ha superado la cumbre, pero las lecturas superan los 50 puntos y siguen atestiguando la expansión.

Fuente: Bloomberg, TMS Brokers

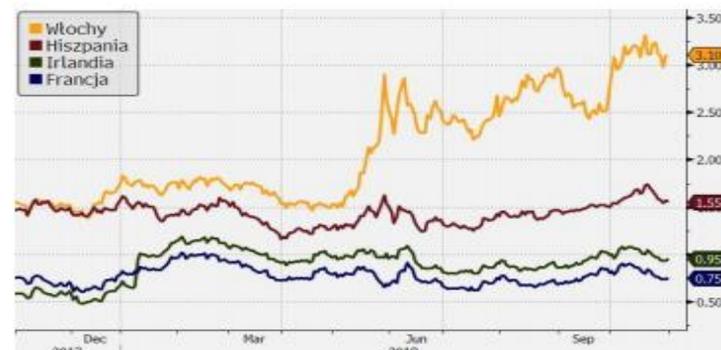


Gráfico 4. No hay efecto en el mercado de deuda europeo, controversia sobre las finanzas públicas italianas.

Fuente: Bloomberg, TMS Brokers

**MERCADO DE DIVISAS - RESUMEN DE LA CONFIGURACIÓN**

**USD - a la altura de la dominación**

La situación macroeconómica de los Estados Unidos crea un espacio para una posición más restrictiva de la Fed, que aumenta los rendimientos de la deuda y presiona a los activos de riesgo revertir los flujos de capital hacia el USD. Sin embargo, la mayoría de las expectativas con respecto a la política de la Fed ya están en los precios y, a largo plazo, la convergencia de la política monetaria mundial debilitará relativamente al dólar. Supresión de la aversión al riesgo global reducirá la demanda del dólar.


**EUR - trabajo italiano**

Creemos que la reacción de los mercados a la disputa sobre el presupuesto italiano es exagerada y no asumimos el retorno de la crisis de la deuda en la zona euro. El mercado de nuevo, incluirá en la valoración el proceso de normalización de la política monetaria del BCE, aunque sea lento. El fin del QE en diciembre apoyará el aumento de los rendimientos de la deuda pública, generando una demanda de euros.


**GBP - solo cuenta el Brexit**

El progreso de las negociaciones del Brexit es todo lo que ahora cuenta para la GBP, que oculta los datos macro y las señales de la política monetaria. La ausencia de represalias en la UE mantiene la prima de riesgo en la GBP y el mercado se mantendrá alejado de la moneda hasta que se haga tangible la prueba de un escenario específico para el Brexit.


**JPY - sin preocupaciones y sin apreciación**

A medio plazo, asumimos la desaparición de la aversión al riesgo, luego el yen estará nuevamente bajo la presión del debilitamiento. El Banco de Jaón continúa ultra-positivo con su política monetaria, cuyo elemento es la inhibición artificial del crecimiento de las tasas de interés del mercado, que en la era del rally los rendimientos de los bonos de los EE.UU. elevarán al par USD/JPY.

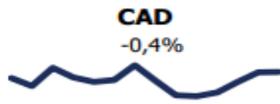
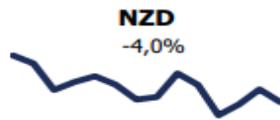

**CHF - tasas de interés negativas por mucho tiempo**

La política de las tasas de interés negativas del Banco Nacional de Suiza finalmente ha comenzado a dar resultados, pero el franco al precio actual todavía está sobrevalorado. Durante muchos meses, el BNS tendrá cuidado de no inducir una apreciación no deseada del franco y antes de que decida la normalización de la política, primero esperará el inicio de la restricción monetaria del BCE. Revertir la aversión al riesgo de vacaciones alimentará al CHF.


**AUD - conduciendo en baches**

A pesar de la buena postura del mercado laboral, en Australia todavía no hay una dinámica más rápida salarial y un repunte de la inflación con la creciente incertidumbre sobre la estabilidad en el mercado inmobiliario y solvencia del hogar. El RBA no tiene razón para elevar la tasa de interés y el AUD estará bajo presión. El factor de equilibrio en el mediano plazo será un debilitamiento de los temores de una desaceleración. China en relación con la guerra comercial con los Estados Unidos, pero por ahora no vemos ninguna base para la apreciación del AUD.

## MERCADO DE DIVISAS - RESUMEN DE LA CONFIGURACIÓN



### **NZD - mejor, pero no demasiado**

Después de una lectura sólida del PIB para el segundo trimestre, las especulaciones sobre el posible rendimiento moderado de la NFEP son deducibles de la valoración del NZD, que respaldará la moneda junto con debilitantes temores sobre los efectos globales de las guerras comerciales. Sin embargo, vemos poco espacio para la apreciación del kiwi, ya que RBNZ aún permanece neutral, que contrastará con el sesgo restrictivo de otros bancos centrales.

### **CAD - El Banco de Canadá implementa el plan.**

En octubre, el banco canadiense realizó otra subida de tasas y adoptó una actitud más optimista. Mejorando el balance de riesgos luego de eliminar la incertidumbre sobre el futuro del acuerdo NAFTA (USMCA) significa que el mercado tendrá más confianza en descontar el camino de endurecimiento de la política monetaria y reactivación de las inversiones en Canadá.

### **NOK - constructivo banco Noruega**

El crecimiento económico por encima de las expectativas y los precios más altos del petróleo impulsaron al Norges Bank a elevar los tipos de interés en septiembre. Vemos a uno de los mayores beneficiarios en la EFS para reforzar la política monetaria global, mejorar el apetito por el riesgo y la correlación positiva con sentimiento hacia el euro.

### **SEK - Riksbank toma el asunto en sus propias manos**

En la última reunión, Riksbank sugirió que estaba dispuesto a elevar los tipos de interés en diciembre o febrero, lo que separa de la especulación de que pospondrá la normalización hasta que el BCE ejecute el movimiento. Al mejorar el sentimiento del mercado, la corona barata tiene mucho espacio para el fortalecimiento.

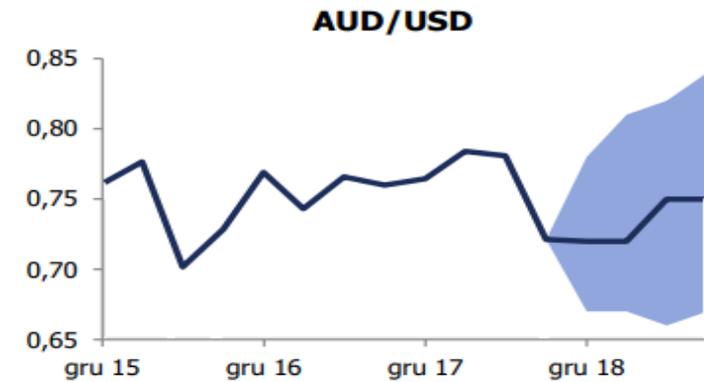
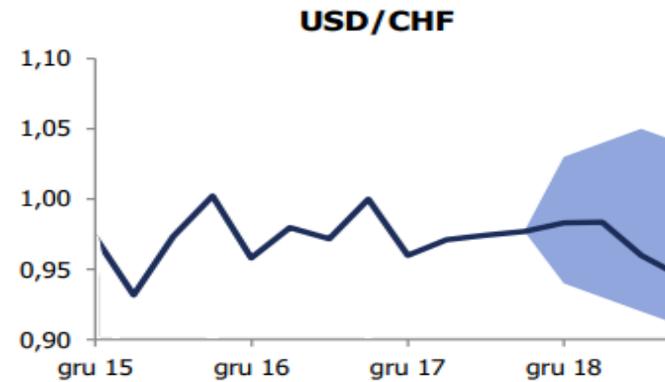
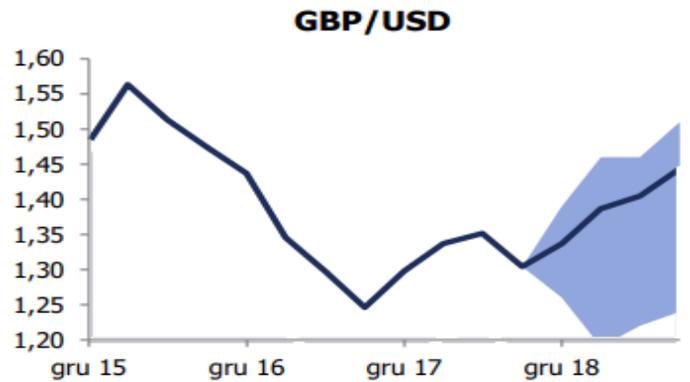
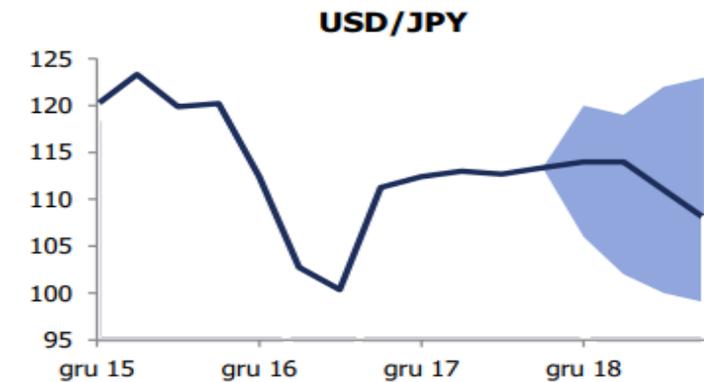
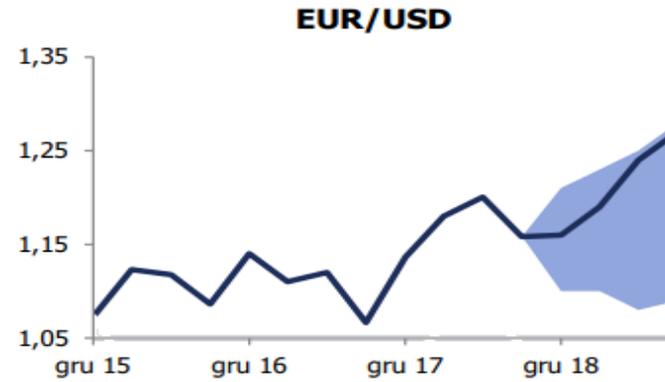
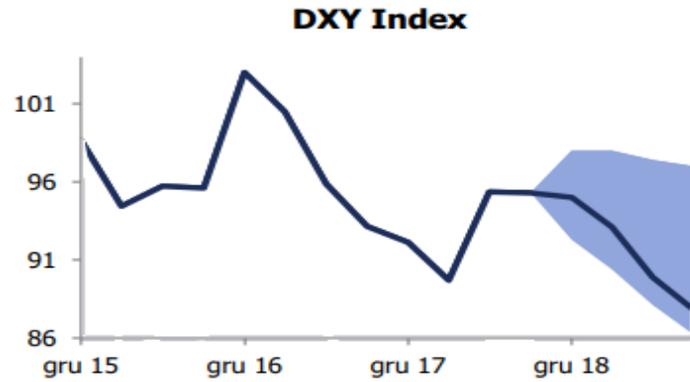
### **PLN - Eliminación mutua de factores.**

Esperamos un efecto de equilibrio de los factores internos y externos en el zloty. Una actitud sólida de la economía ayudará y la mejora en la zona del euro, en el mediano plazo se reforzará la correlación al analizar el camino futuro de la política del BCE y el PNB. Por ahora, el freno será la presión general sobre el segmento de mercados emergentes para que no se ajuste la política de la Fed.

**PREDICIONES EN LAS DIVISAS**

	31 paž	4Q18		1Q19		2Q19		3Q19		2019	
EUR/ USD	1.13	1.16	1.19	1.19	1.22	1.24	1.25	1.27	1.27	1.27	1.27
GBP/ USD	1.28	1.30	1.34	1.35	1.39	1.39	1.40	1.44	1.44	1.44	1.44
EUR/ GBP	0.89	0.89	0.89	0.88	0.88	0.89	0.89	0.88	0.88	0.88	0.88
USD/ JPY	113	114	114	114	114	111	111	108	108	109	109
EUR/ JPY	128	132	136	136	139	138	139	137	137	138	138
USD/ CHF	1.01	1.01	0.98	1.01	0.98	0.97	0.96	0.94	0.94	0.95	0.95
EUR/ CHF	1.14	1.17	1.17	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.21	1.21
AUD/ USD	0.71	0.72	0.72	0.72	0.72	0.75	0.75	0.75	0.75	0.77	0.77
EUR/ AUD	1.60	1.61	1.65	1.65	1.69	1.65	1.67	1.69	1.69	1.65	1.65
NZD/ USD	0.65	0.67	0.67	0.67	0.67	0.68	0.68	0.69	0.69	0.70	0.70
EUR/ NZD	1.73	1.73	1.78	1.78	1.82	1.82	1.84	1.84	1.84	1.81	1.81
USD/ CAD	1.31	1.29	1.29	1.28	1.28	1.26	1.26	1.26	1.26	1.25	1.25
EUR/ CAD	1.49	1.50	1.54	1.52	1.56	1.56	1.58	1.60	1.60	1.59	1.59
USD/ NOK	8.44	8.02	7.73	7.82	7.54	7.50	7.44	7.24	7.24	7.05	7.05
EUR/ NOK	9.57	9.30	9.20	9.30	9.20	9.30	9.30	9.20	9.20	8.95	8.95
USD/ SEK	9.18	8.79	8.40	8.40	8.11	7.98	7.80	7.72	7.68	7.72	7.56
EUR/ SEK	10.40	10.20	10.00	10.00	9.90	9.90	9.75	9.80	9.75	9.80	9.60
USD/ PLN	3.82	3.71	3.61	3.61	3.52	3.44	3.41	3.35	3.35	3.32	3.32
EUR/ PLN	4.33	4.30	4.30	4.30	4.30	4.26	4.26	4.25	4.25	4.22	4.22

Previsiones al final del periodo. Última actualización de las previsiones: 30 de octubre de 2018. Previsión en gris para el mes anterior. Datos de mercado a partir de las 13:40 del 31 de octubre de 2018.

**PREDICCIÓN DE TMS PARA DIVISAS**


Fuente: TMS Brokers, Bloomberg. El abanico en el gráfico muestra la propagación de los pronósticos del mercado.





El informe presentado es el resultado de los análisis realizados por Dom Maklerski TMS Brokers S.A. y, aunque se realizó sobre la base de fuentes de información fiables, TMS Brokers no garantiza la integridad y exactitud de los datos contenidos en ellos. La distribución del informe se limita a los clientes con los que TMS Brokers ha firmado los contratos de servicio apropiados, así como los usuarios de sus servicios de información, incluidos sitios web proporcionados por TMS Brokers. TMS Brokers no es responsable de acciones tomadas sobre la base de recomendaciones, pronósticos, proyecciones y cualquier información contenida en el informe presentado, si al prepararlos, TMS Brokers ha dado la debida diligencia. La información detallada sobre TMS Brokers, reglas de preparación y difusión de recomendaciones, fuentes de información, determinación de destinatarios de recomendaciones, terminología profesional, conflictos de intereses, como además, la frecuencia de emisión y la validez de las recomendaciones se indican en los sitios web [www.tmseurope.es](http://www.tmseurope.es) en la parte "reservas".