

7 DE ENERO DE 2015

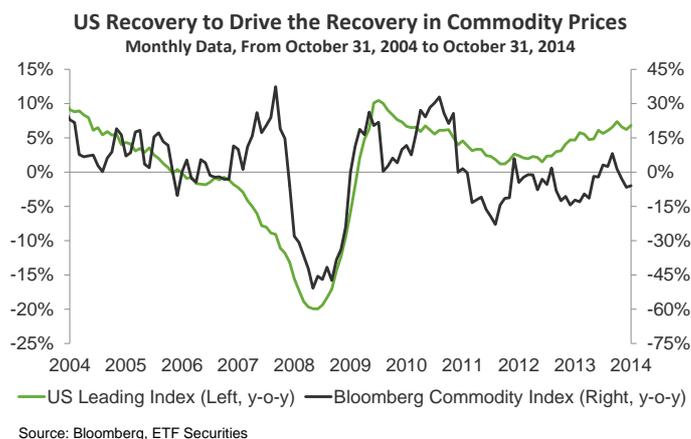
PERSPECTIVAS PARA 2015: LA RECUPERACIÓN GLOBAL IMPULSARÁ EL RENDIMIENTO DE LOS ACTIVOS CÍCLICOS

NUEVAS OPORTUNIDADES DE INVERSIÓN ANTE LAS TENDENCIAS DIVERGENTES DE CRECIMIENTO Y DE POLÍTICAS MONETARIAS

Las inversiones en activos cíclicos representarán las mejores oportunidades de inversión en 2015 ante el repunte de la economía global. El mismo será gradual y seguramente no lineal, siendo liderado por EE.UU y Asia. Dentro de los mismos se destacan el dólar y las materias primas relacionadas los sectores de energía y de metales industriales, impulsados específicamente por el crecimiento de China. Los principales riesgos de esta estrategia yacen en torno al crecimiento y la amenaza deflacionaria en la Eurozona y Japón, al igual que la desaceleración de la economía del Reino Unido.

LAS MATERIAS PRIMAS CÍCLICAS PROMETEN LOS MEJORES RENDIMIENTOS DEL SECTOR EN 2015

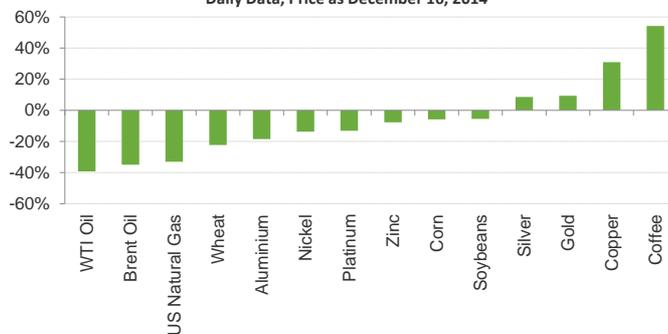
Recuperación económica que respalda la demanda de materias primas cíclicas. Es probable que las materias primas cíclicas sean las principales beneficiarias del continuo crecimiento económico de EE.UU y China en 2015. La solidez de las perspectivas sobre estos activos surge del continuo estímulo económico que el gobierno chino impulsa y del financiamiento que destina para el desarrollo de proyectos de infraestructura que requieren grandes volúmenes de materias primas. En 2014 los gobiernos locales chinos estuvieron reticentes a realizar grandes gastos debido a la decisiva iniciativa del gobierno central de restringirles el financiamiento a través de terceros intermediarios. Dado que ahora los gobiernos locales pueden pedir prestado directamente, creemos que el desarrollo de estos proyectos de infraestructura se acelerará en 2015. Cabe observar que los rendimientos de las materias primas han estado rezagados respecto a la evolución de los indicadores macroeconómicos tradicionales, como por ejemplo, el Índice de Actividad estadounidense entre otros y por tanto, esperamos que esta diferencia se revierta hacia su media.



Probable reducción de la oferta en caso que los precios continúen cayendo. Con muchas materias primas negociándose sobre o por debajo de sus costes marginales de producción, creemos que a menos que suban sus precios, la producción será reducida. Mientras que a corto plazo las empresas y mineras pueden producir inclusive por debajo de dicho nivel de precios, no les es sustentable a largo plazo.

Las operaciones no redituables tendrán que ser eliminadas o reducidas, con el fin de contener los costes. De esta forma al reducirse el nivel de oferta, estos activos obtendrán un mejor rendimiento. Creemos que la reciente corrección que han atravesado las materias primas es transitoria, debido a que lo son los factores que la originaron. Actualmente yacen a niveles de valoración atractivos y pensamos que estas correcciones generan grandes oportunidades de negocio para inversores con miras a medio y largo plazo.

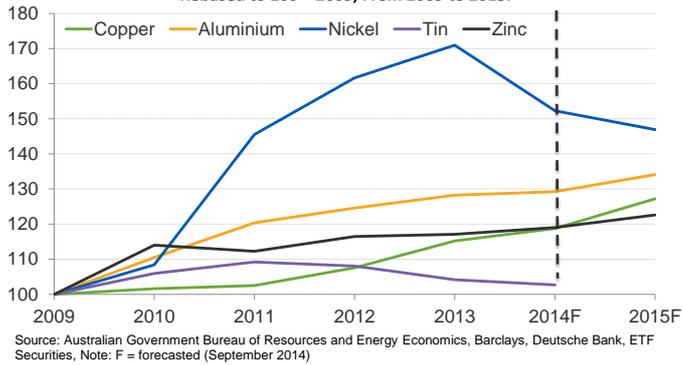
Most Commodities are Trading Below Marginal Costs of Production
Daily Data, Price as December 16, 2014



Source: Bloomberg, USDA, International Coffee Organisation, Thomson Reuters GFMS, Morningstar, Bernstein, ETF Securities

Los riesgos geopolíticos y las distorsiones de oferta seguirán estando en foco en 2015. Aunque en algunas regiones continúan habiendo tensiones geopolíticas que podrían alterar a estas perspectivas económicas, es probable que respalden la evolución de una serie de materias primas. Sobre todo la demanda del oro, ya que los inversores lo consideran un activo defensivo y lo utilizan principalmente como un instrumento de protección. Bajo nuestro principal escenario, no esperamos que ningún acontecimiento geopolítico afecte la continuidad de la recuperación económica o la demanda por activos cíclicos, aunque no obstante, los riesgos geopolíticos podrían al mismo tiempo generar distorsiones de oferta sobre una serie de materias primas, sobre todo en el grupo de los metales derivados del platino (PGMs) y el crudo. Aunque los precios continúan afectados por los aún elevados niveles de oferta de la mayoría de los mercados de materias primas, creemos que los inversores ya han descontado las previsiones de oferta excedentaria.

Market Supply Forecasts for Copper, Aluminium, Nickel, Zinc and Tin Rebased to 100 = 2009, From 2009 to 2015F



Las distorsiones de oferta han sido un factor clave en la evolución de los metales en 2014, habiéndose sentido el impacto de la huelga sudafricana de cinco meses y la prohibición a la exportación de minerales por parte de Indonesia. Buena parte de la producción está ubicada en los mercados emergentes, lo que hace que siempre exista un importante nivel de incertidumbre en torno a la oferta. Las distorsiones de oferta es un tema muy común en los mercados de materias primas, y se espera que en 2015 siga siendo un factor clave en la evolución de sus precios. Los mercados de metales preciosos e industriales también deberían beneficiarse de la recuperación de la demanda china (donde creemos que es exagerado el pesimismo en torno a su desaceleración económica) y de un crecimiento de la oferta menor al esperado. Tal como es mencionado precedentemente, un deterioro del escenario geopolítico podría reducir algunas expectativas en torno a la oferta de las materias primas, sobre todo en los sectores de metales, lo que respaldaría a sus precios en 2015. El declive de los precios de los últimos meses parece ser una capitulación temporal de los inversores. Creemos que muchos mercados de materias primas yacen con valoraciones atractivas, sobre todo aquellos relacionados al ciclo expansivo.

METALES PRECIOSOS

Los metales preciosos presentan unas perspectivas de registrar un rendimiento superior. El fortalecimiento económico de China y EE.UU, debería respaldar una mayor demanda por metales preciosos en 2015. Pensamos que el paladio, el platino y la plata pueden ser los mayores beneficiarios de este escenario económico. Es probable que dentro del grupo de los PGMs, particularmente el paladio, sea el que registre el mejor rendimiento dentro de los metales preciosos a medida que su precio es respaldado por los mayores controles de emisión, sobre todo en los mercados emergentes. Mientras las economías de Japón y la Eurozona continúen vulnerables, es probable que durante la primera mitad de 2015 el platino y la plata permanezcan bajo cierta presión. No obstante a partir de la segunda mitad, esperamos que estos últimos inicien una recuperación parcial.

Platino y Paladio

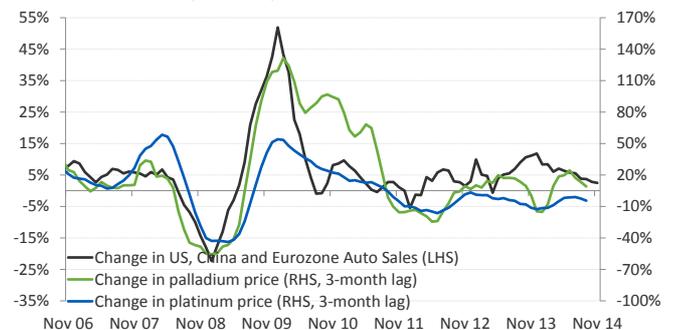
El grupo de los PGMs continuará beneficiándose de una oferta ajustada y de las perspectivas de una mayor demanda. Debido a cómo se distribuye geográficamente la producción de PGMs, cuestiones como intervenciones gubernamentales, inestabilidades geopolíticas, infraestructuras inadecuadas y tensiones sociales en Sudáfrica y Rusia, tienen el potencial de distorsionar la producción durante períodos prolongados de tiempo, pudiendo impactar fuertemente sobre los precios. Es bien conocido en Sudáfrica el elevado nivel de sindicalización existente y la propensión del gobierno a intervenir en la industria minera. Estos factores han afectado previamente la producción de manera muy severa, lo que quedó en

evidencia en la huelga de cinco meses del año pasado. También existen incertidumbres en torno a la producción de los PGMs en Rusia, dado que no se sabe el nivel ni el estado de los inventarios de paladio del *Gohran* (depósito estatal de metales preciosos); asimismo siguen pesando las tensiones en Ucrania.

El mercado de los PGMs habría cerrado 2014 en déficit (13% en el platino y 15% en el paladio) y se espera que éste se profundice en 2015. En el mercado abierto se redujo considerablemente el nivel de oferta debido a la huelga sudafricana de cinco meses y al hecho de que Rusia no incrementó su producción. Desde el lado de la demanda y al igual que en 2014, las perspectivas siguen siendo alentadoras en 2015 para el platino y el paladio. Aunque la demanda por auto-catalizadores se ha mantenido firme a pesar de la ralentización de la zona euro, la demanda general de platino se ha reducido mucho más de lo esperado, sobre todo en el sector de joyas; cabe observar que el sector de auto-catalizadores es el mayor consumidor de platino por sector individual. China, que representa el mayor consumidor individual de platino, importó un 19% menos durante los primeros diez meses de 2014 debido a la caída de la demanda por joyas. De todos modos, las sólidas ventas de automóviles en China y EE.UU, considerados los mayores mercados de automóviles a gasolina, podrían reactivar la demanda estancada sobre el mercado de este metal.

Strong Auto Sales to Support PGM Prices

3mma of YoY Change, Monthly Data, From November 2006 to November 2014



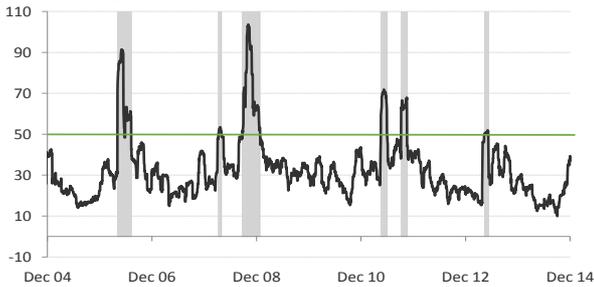
En 2015, esperamos que el rendimiento del paladio siga superando al del platino. Creemos que el precio del platino puede volver a negociarse por encima del \$1.300/oz, mientras que el paladio yace en una mejor posición para beneficiarse de una recuperación económica en China y EE.UU, donde sus sectores automotrices son los más grandes del mundo. La demanda por auto-catalizadores debería mantenerse sólida en 2015 y durante el primer semestre, contemplamos que el paladio alcance el objetivo de los \$900/oz.

Plata

La normalización de la política monetaria estadounidense debería impulsar al alza al precio de la onza de plata. Tras caer a su menor nivel en más de cinco años, a aproximadamente los \$14/oz, y después del rechazo de los votantes suizos de una propuesta para que su banco central incrementara las reservas en oro, el precio de la onza de plata se ha recuperado levemente y se negocia actualmente alrededor de los \$16/oz. Desde hace mucho tiempo, la volatilidad de la plata ha estado muy correlacionada con la volatilidad del dólar. La plata históricamente ha sido utilizada como un metal monetario y ha estado muy ligada además a la evolución de la onza de oro. Tras haber caído por debajo del 10% a principios de año, la volatilidad de la plata ha vuelto a aumentar debido al incremento de la volatilidad del billete verde, ubicándose ahora por encima del 35%.

Silver Volatility is Heading Higher

%, Rolling 30-day annualised, Daily, From Dec 17, 2004 to Dec 17, 2014



Source: Bloomberg, ETF Securities

Durante la década pasada, fueron seis las veces donde la volatilidad de la plata fue superior al nivel del 50%. Este 50% está basado en la variación anualizada de su rendimiento diario promedio durante un período de treinta días. Cada vez que ha retrocedido sostenidamente por debajo de dicho nivel, la rentabilidad posterior durante los primeros tres meses ha promediado un 10%, sin nunca haber sido negativa. Aunque los inventarios de la plata permanecen elevados, acumulan desde principios de octubre una caída del 4%. A medida que la recuperación económica de EE.UU y China adquiera un mayor impulso durante los próximos meses, contemplamos un aumento de la demanda industrial capaz de respaldar a su precio.

En el mercado de la plata contemplamos una apreciación hacia el objetivo de los \$21/oz durante la segunda mitad de 2015.

Oro

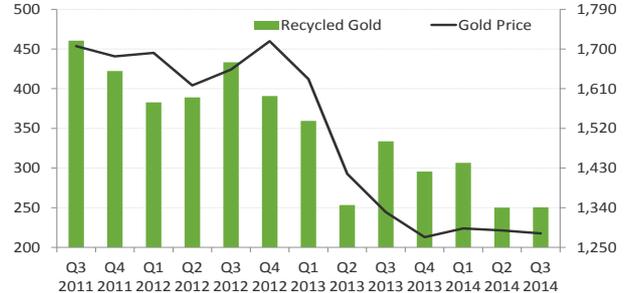
Es probable que el oro mantenga sus beneficios moderados. Es incierto lo que le depara a la onza de oro en 2015. En general, un escenario económico expansivo que impulsa a los grandes bancos centrales a subir las tasas de interés, presiona a la baja al mercado de la onza de oro. No obstante, es probable durante 2015 permanezca sólida la demanda por activos defensivos como el oro. Principalmente serían utilizados como instrumentos de protección, sobre todo cuando su precio yace cerca de su coste marginal de producción; según nuestros cálculos, este último se ubica cerca de los \$1.100oz. Tras un débil inicio a principios de 2014, se aprecia una mejora en la demanda de oro desde China e India. En octubre, las importaciones desde Hong Kong crecieron por tercer mes consecutivo debido al incremento de la venta de joyas, cuyo consumo había disminuido por la depreciación del *renminbi* a principios de 2014 y la subida del precio del oro.

India volvió a ser el mayor comprador mundial de oro en 2014, tras haber levantado las restricciones a las importaciones impuestas en 2013, las cuales en ese entonces llevaron a China a ocupar el primer lugar. A fines de noviembre, India eliminó inesperadamente la regla del 80:20 sobre las importaciones de oro. Debido a una ampliación de su déficit de cuenta corriente, las autoridades indias habían establecido restricciones draconianas sobre las importaciones de oro el año pasado, obligando a las empresas a re-exportar el 20% importado. El oro es comprado en la India para los casamientos, como parte del ajuar y los regalos nupciales. La temporada de casamientos se celebra principalmente entre noviembre y mayo. Asimismo la demanda se incrementa durante el período estival que va desde fines de agosto a octubre. Si bien es poco probable que el reciente cambio en la regulación modifique significativamente las perspectivas del oro, la Asociación de Comerciantes de Lingotes y Joyeros indios, espera que la demanda de oro ascienda a las 900 toneladas a anuales, lo que representa un incremento de un 9% en comparación a los niveles actuales. Aunque bajo nuestro escenario principal no esperamos que el riesgo geopolítico afecte significativamente la recuperación económica ni la demanda de activos cíclicos, el mismo sigue dando que hablar en varias regiones. Además, parecería que la debilidad de la actividad

económica en la Eurozona y Japón, impulsaría a sus respectivos bancos centrales a seguir expandiendo sus políticas monetarias. Esto permitiría contemplar un incremento de la demanda del oro en dichas regiones, a medida que las bajas tasas de interés o la implementación de tasas negativas aumentan el atractivo del metal precioso.

Recycling Has Been Trending Down on Lower Gold Price

Tonnes (LHS) and US\$/oz (RHS), Quarterly Data



Source: World Gold Council, Bloomberg, ETF Securities

Asimismo la depreciación del euro y el yen, también aumentarán los retornos de los inversores regionales que posean activos denominados en dólares.

Tras haberse reducido el reciclaje del metal a su menor nivel desde el tercer trimestre del 2008, creemos que el precio actual del oro representa un suelo que es difícil de romper sin provocar una reducción de su oferta. Aunque en promedio dicho reciclaje ha abarcado el 37% de la oferta total de oro durante los últimos 5 años, la reciente caída del precio ha reducido la actividad del reciclaje en solamente un 15% anualizado durante los primeros tres trimestres de 2014.

En términos generales, esperamos que el precio del oro en 2015 oscile dentro del rango \$1250-\$1300/oz siempre y cuando las tasas de interés en EE.UU aumenten de manera modesta y gradual.

METALES INDUSTRIALES

Las distorsiones de oferta son claves sobre la evolución de los metales industriales en 2015. Los shocks de oferta han jugado un papel importante en el sector industrial durante el año pasado, donde Indonesia prohibió la exportación de minerales, Rusia amenazó restringir las importaciones y las Filipinas evaluó el coste-oportunidad de seguir un camino similar al de Indonesia. Una parte significativa de la oferta yace en los mercados emergentes, lo que hace todo lo relacionado a la oferta conlleve su buena cuota de incertidumbre. Sin embargo, las preocupaciones en torno al crecimiento de las economías de Europa y China, la asimilación de los mercados respecto a un escenario de mayores tasas de interés en los EE.UU y las expectativas de mayores niveles de oferta, han presionado a la baja a los precios de los metales junto con otros activos cíclicos durante 2014. Ahora, varios metales se negocian por debajo de su coste marginal de producción.

Base Metals and Marginal Cost of Production (2012/2013 Data)



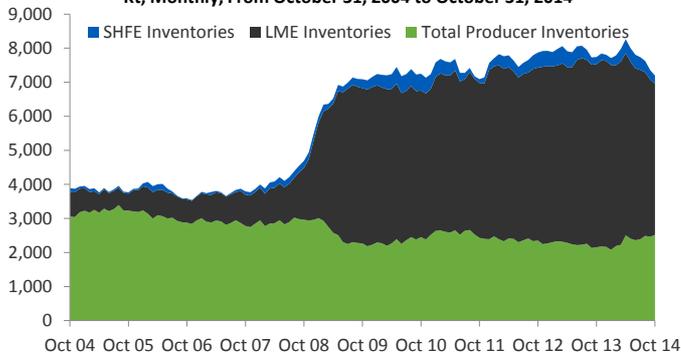
Source: Bloomberg, Thomson Reuters GFMS, Wood Mckenzie, ETF Securities
Note: Marginal costs are defined as the 90th percentile of the C1 cost curve. With the exception of copper, costs refer to 2012.

Por más que a corto plazo las empresas y mineras puedan seguir produciendo inclusive a precios inferiores a sus costes marginales, no les es sustentable a largo plazo. De esta forma contemplamos que este sector tome acciones concretas durante los próximos meses, a medida que se vea obligado a cerrar minas y reducir las operaciones como consecuencia de los precios más bajos. De todos modos, creemos que la mayoría de los metales industriales presentan buenas valoraciones a los precios actuales. Como resultado, esperamos que los precios se recuperen durante la segunda mitad de 2015 debido al continuo crecimiento de la demanda china (donde creemos que el pesimismo respecto a su desaceleración económica es excesivo) y al hecho de que la oferta no aumente de acuerdo a las expectativas de los inversores.

Aluminio

Aunque se reducen hacia niveles neutrales, los inventarios elevados continúan preocupando. Tras años de superávits de producción, el aluminio se ha apreciado un 4% debido al déficit de oferta generado en 2014 fuera de China por la reducción planeada de la capacidad y el recorte de costes. Si bien la *Agencia Australiana de Economía de los Recursos y Energía (BREE)* prevé un mayor consumo de aluminio en 2015, la gran capacidad ociosa de China y la posibilidad de aumentos de producción ante cualquier incremento de precios, acotará el potencial de recuperación del precio a corto plazo. Por más que China se haya comprometido a tratar el tema de la capacidad excesiva y las ineficiencias en algunas industrias como la del aluminio en el *Tercer Plenario*, aún no ha tomado medidas concretas. En diciembre de 2013, la *Comisión Nacional de Desarrollo y Reformas* anunció que a los productores ineficientes, se les podría cobrar más caro la electricidad que a aquellos productores más eficientes. El consumo de electricidad representa el 40% de los costes de producción del aluminio, lo que significa que estos incrementos podrían afectar directamente a algunos productores y en última instancia, reducir la producción. Si bien llevará su tiempo antes de que estos cambios se implementen en la economía, esperamos que la producción excesiva de aluminio en China termine abatiéndose, lo que favorecería en última instancia a su precio. Sin embargo, no esperamos que esto ocurra antes de fin de año, ya que los precios más bajos del crudo probablemente alivien algunos costes de producción sujetos recientemente a la inflación. Los elevados niveles de inventarios también pueden retrasar la recuperación de los precios de aluminio, debido a que aún cuentan con un 15% de la demanda esperada de 2014.

Aluminium Inventories are Still Elevated
Kt, Monthly, From October 31, 2004 to October 31, 2014



Source: International Aluminium Institute, ETF Securities

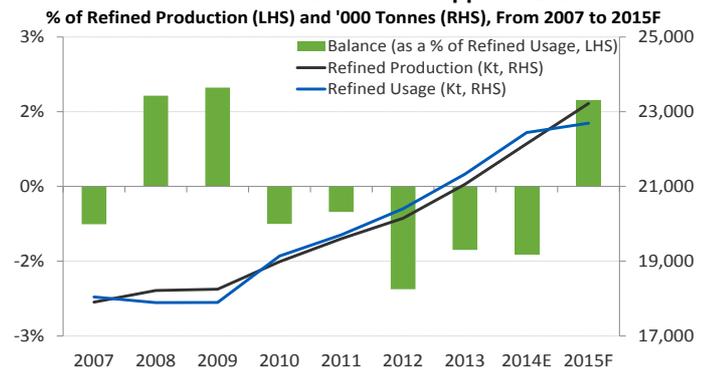
Contemplamos que el precio del aluminio continúe bajo presión durante la primera mitad de 2015, a menos que China realice importantes recortes de la producción. Creemos que los precios se recuperarán

durante la segunda mitad de 2015, a medida que es absorbida la capacidad excesiva gracias a una mayor demanda de China y a la estabilización de los precios del crudo.

Cobre

La caída de precios debería contraer considerablemente la oferta del mercado del cobre. El cobre ha tenido dificultades para superar el nivel de los \$7.000, a medida que los inversores continúan preocupados por la solidez de la demanda china y las expectativas de un incremento de la producción entre 2014 y 2015. Pensamos que estos temores respecto a la oferta son excesivos y su precio actual continúa siendo atractivo teniéndose presente sus fundamentos de fondo.

Fifth Consecutive Deficit for Copper in 2014



Source: International Copper Study Group (October 2014), ETF securities

Las importaciones chinas de cobre se incrementaron en octubre en comparación a un mes atrás, al igual que lo hizo la producción durante el mismo período. Aunque los inventarios de la *SHFE* crecieron en dicho período, los niveles de inventarios yacen casi un 50% por debajo de lo que estaban durante el año pasado.

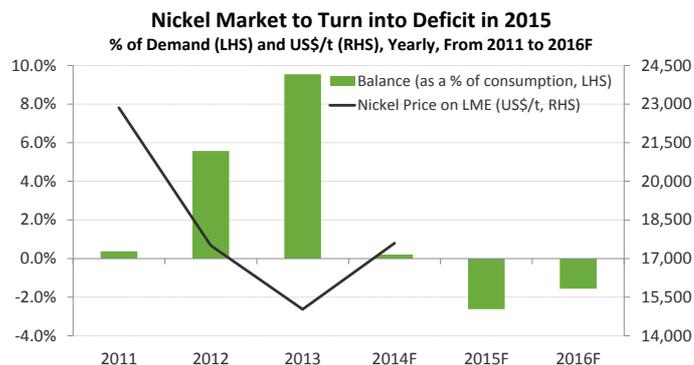
Más allá que el *Copper Study Group (ICSG)* contemple un incremento de la producción minera en un 10%, capaz de generar un superávit de oferta en el mercado de cobre durante 2015, creemos que estas estimaciones son excesivas. La caída sostenida de los precios del cobre ya ha llevado a algunos productores a reducir sus volúmenes. De hecho *Codelco*, la mayor minera de cobre a nivel mundial, recientemente anunció que recortará la producción en un 5% durante 2015. Esperamos que más empresas del sector sigan el ejemplo de *Codelco*, a medida que los precios más bajos obligan al sector a reducir las inversiones en mantenimiento y expansión. También es probable que la recuperación del mercado del cobre sea ayudada por los menores niveles de inventarios registrados en 2014, en comparación al 2013 (8% versus 12% de la producción).

Tras haber su precio estado oscilando durante el año pasado, esperamos que en 2015 los inversores se concentren en los fundamentos de oferta-demanda. Contemplamos la posibilidad de que el precio del cobre se negocie en 2015 alrededor de los \$7.000 y lo supere en 2016, cuando la falta de inversiones en el sector afecte severamente la oferta disponible.

Níquel

Las restricciones impuestas sobre el mercado del níquel en Indonesia, llevan al mercado a registrar un déficit en 2015. Tras haberse apreciado más de un 50%, a los \$21.000, el precio del níquel se corrigió junto con otros activos cíclicos a fines de agosto. Indonesia, que es considerado el mayor productor de níquel abarcando más del 30% de la producción global, restringió la exportación de minerales en marzo de 2014 para respaldar el procesamiento de metales a nivel

interno. Mientras tanto, los temores respecto a la posibilidad de que Rusia pueda reducir su oferta, han contribuido a que el precio se quede flotando durante la primera parte del año.



Source: Australian Bureau of Resources and Energy Economics September 2014), ETF Securities

China es el mayor consumidor de níquel y representa cerca del 50% de la demanda global. Se estima que el país comenzó a sentir la restricción con un inventario de minerales de níquel para ocho meses aproximadamente, lo que de alguna forma acotó el potencial alcista del precio durante el año pasado. Esperamos que China ahora haya consumido buena parte de ellos, lo que mejoraría las perspectivas del precio durante 2015. Tras la imposición de las restricciones, China ha recurrido a las Filipinas, considerado el segundo mayor productor mundial, para mantener bien suplida a su industria de arrabio a pesar de la diferencia de calidad entre el níquel indonesio y el filipino. Indonesia produce un níquel de mayor calidad, del cual Filipinas dispone solamente de un bajo volumen. Sin embargo el 26 de noviembre, el *Comité de Recursos Naturales* del gobierno filipino aprobó una iniciativa para restringir la exportación de minerales no procesados, lo que podría llegar a remover del mercado unas 400.000 toneladas de níquel por año. De ratificarse esta iniciativa, el impacto sobre la producción minera sería considerable.

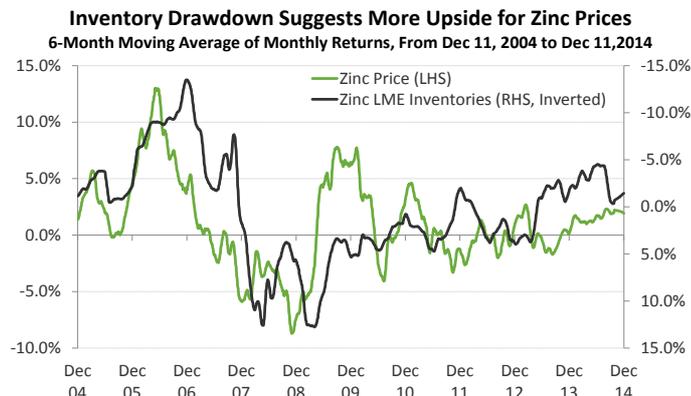
Esperamos que la falta de minerales indonesios del mercado reduzca la oferta hasta 2016, momento en que la producción de China, Rusia y las Filipinas podría atenuar parte de la oferta restringida. Mientras continúe vigente la prohibición de exportación de minerales en Indonesia, contemplamos que lentamente los inventarios vayan reduciéndose y los precios avanzando progresivamente hacia niveles no vistos desde mayo de 2014.

Zinc

El cierre de minas y la creciente demanda deberían impulsar la nueva fase alcista del mercado del zinc. El cierre de minas programado y la fuerte demanda por acero galvanizado, deberían respaldar al precio del zinc en 2015. En 2016 se prevé que cerca de 1.5 millones de toneladas de zinc sean removidas del mercado debido al cierre de minas, lo que equivale al 12% de la producción de 2013. Se espera que el mercado del zinc continúe comprimido hasta 2015, a medida que los precios más altos respaldan el desarrollo de nuevos proyectos en Australia, Indonesia y Rusia.

Según datos provisionales proporcionados por el *International Lead and Zinc Study Group* (ILZSG), el mercado del zinc registró un déficit de oferta de 309kt durante los primeros tres trimestres de 2014 (equivalente al 3% de la demanda mundial de zinc en 2014). El incremento del metal creció en dicho período un 7.4%, impulsado por una mayor demanda de China (+13.8%) y EE.UU (+9.2%). Se prevé que la mayor utilización del acero galvanizado aumente el consumo de zinc en 2015, especialmente en China. China es el mayor consumidor de zinc, habiendo representado en 2013 el 46% de la demanda refinada. Más del 40% de la demanda del zinc proviene de la utilización

del acero galvanizado como antioxidante en la industria automovilística y de construcción. A pesar de las preocupaciones en torno al mercado inmobiliario chino, existen otras variables de demanda que mantienen una sólida evolución.

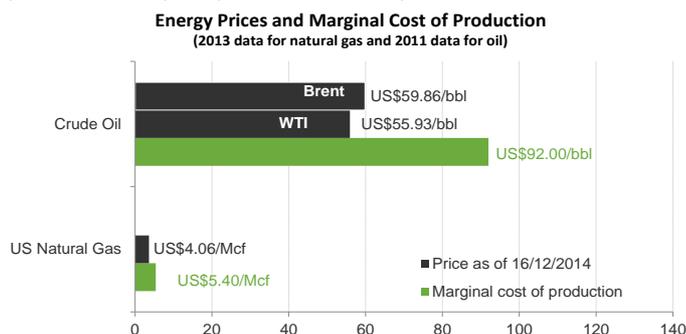


Source: Bloomberg, ETF Securities

Durante los primeros once meses de 2014, la fabricación de automóviles en China acumuló un crecimiento anualizado de 7.2%. Debido a las recientes medidas de estímulo impulsadas por el gobierno en los sectores de consumo de bienes e infraestructura, pensamos que el zinc está bien posicionado para beneficiarse del crecimiento de China. Mientras tanto, los inventarios en la LME registraron el año pasado una caída de 1254kt y actualmente se ubican un 27% por debajo de los niveles registrados a principios de 2014. De mantenerse sólida la demanda china y de seguir cayendo los inventarios, el zinc podría recuperar el nivel de precios de noviembre de 2010. Nuestro precio objetivo para 2015 yace en los \$2.510 por tonelada métrica.

ENERGÍA

La caída de los precios del crudo tendrá un impacto sustancial sobre las materias primas en 2015. La energía es uno de los principales costes en el proceso de producción de buena parte de las materias primas y los precios del crudo podrían aliviar parte del coste de los productores, lo que repercutiría sobre su precio.



Source: Bloomberg, Morningstar, Bernstein, ETF Securities
Note: Marginal costs are defined by the 90th percentile of the cost curve of the 50 largest oil and gas companies.

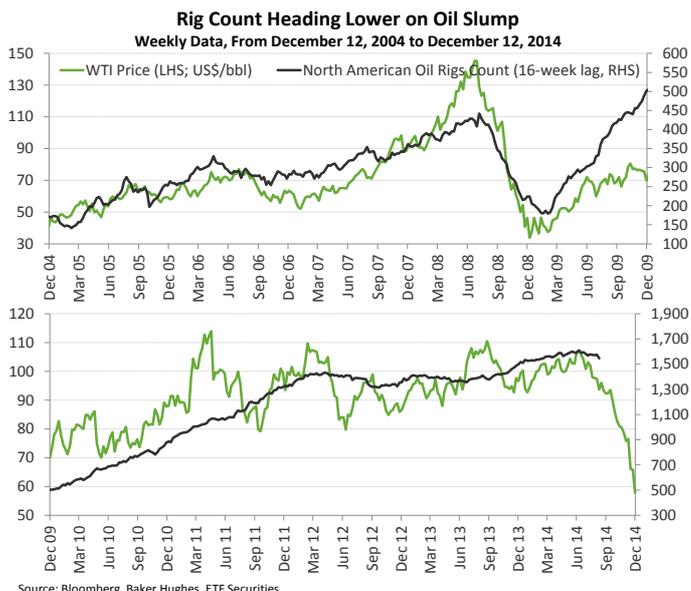
No obstante, creemos que la caída del crudo ha sido exagerada. A medida que China flexibiliza su política monetaria para estimular su crecimiento, la economía de EE.UU se recupera y la producción pasa a desarrollarse a precios más bajos, la demanda de materias primas debería recuperarse de sus niveles actuales deprimidos.

Crudo

Se espera un ajuste moderado de la oferta de crudo. Aunque la debilidad de la demanda global de crudo y destilados, junto con el amplio nivel de oferta global, mantuvieron bajo presión durante los

últimos meses tanto al Brent como al WTI, la inacción de la OPEC contribuyó a que los precios cayeran por debajo de los \$60/bbl. A pesar de que en noviembre la OPEC descartó la posibilidad de recortes de producción al resaltar que los precios del crudo necesitan encontrar un nuevo equilibrio, creemos que el cártel eventualmente tendrá que reducir la oferta para lograr estabilizar los precios a nivel global. Hoy en día el 40% de la oferta global es producida por la OPEC. Aunque EE.UU. está obteniendo una mayor participación a nivel internacional (sustituyendo las importaciones de crudo a través de su propia producción) y Rusia sigue siendo un jugador formidable, nos parece que es muy temprano para considerar a la OPEC un cártel irrelevante a la hora de influir sobre los precios globales. A pesar de que parece existir una clara diferencia entre los miembros de la OPEC del Golfo y el resto de los países pertenecientes respecto de hasta qué punto recortar la producción para sostener a los precios del crudo, esperamos que el cártel eventualmente se comprometa a reducir la producción.

Aunque la OPEC históricamente ha jugado un rol fundamental en mantener a los precios del crudo por encima de los \$100/bbl, la producción de shale oil parece haber modificado la ecuación del negocio permanentemente. La productividad del shale oil y sus costes varían considerablemente entre las diferentes formaciones rocosas de esquisto, las cuales inclusive presentan varianzas muy pronunciadas sobre áreas de la misma formación. Por más que el coste marginal de producción del crudo, medido por el nonagésimo percentil de la curva de costes de las cincuenta compañías de gas y crudo más grandes, fue estimado alrededor de los \$92/bbl en 2011, el shale oil progresivamente ha reducido sus costes de producción. De hecho, la AIE estima que el 82% de la producción de crudo y condensados estadounidenses sigue siendo rentable a un precio de \$60/bbl e inclusive, a niveles inferiores. Sin embargo, las plataformas de extracción de crudo operativas parecen ser sensibles a los continuos cambios de precio. Históricamente, a estas plataformas les ha llevado dieciséis semanas aproximadamente ajustarse a los precios más bajos. Durante los períodos de fuertes declives del precio del crudo WTI, como el ocurrido durante la crisis de 2008, las mismas detuvieron la actividad durante los cuatro meses siguientes, y esperamos que suceda algo similar en 2015. Esto último podría beneficiar a los precios del crudo, particularmente al WTI, al reducirse parte de la oferta excesiva del mercado.



Asimismo esperamos que varios países miembros de la OPEC enfrenten dificultades con un crudo cotizando tan bajo, ya que la mayoría de ellos necesita un barril cotizando al menos dentro del rango de los \$90-\$100, para mantener equilibrados sus presupuestos. Aunque estos países pueden afrontar déficits presupuestales, no intentarán demasiado ir por esta vía a medida que comiencen a aumentar sus costes de financiamiento. Otros países miembros como Venezuela, arriesgan a caer en bancarrota con los precios actuales a los que el barril yace. De hecho, mientras la producción rusa alcanzó el mes pasado su mayor nivel en la era pos-soviética, el impacto de los precios deprimidos del crudo podría afectar severamente a su economía y llevarla a una fase recesiva.

A lo largo de la primera mitad de 2015 por lo menos, esperamos que los precios del crudo continúen bajo presión, ajustándose hacia un precio objetivo de \$70/bbl para el WTI y \$75/bbl para el Brent.

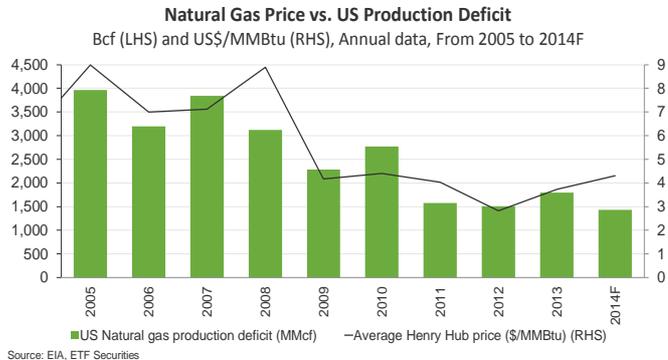
Gas natural

Subida moderada del precio en 2015. El frente frío que azotó a los EE.UU. a principios de 2014, llevó al gas natural Henry Hub a registrar su mayor nivel en cinco años, reduciendo simultáneamente los inventarios de gas en un 54% por debajo de su promedio de cinco años. Esta subida de precios terminó siendo temporal y desde entonces, la sólida producción de shale gas estadounidense ha reducido el déficit de inventario a 3%, de modo tal de presionar a la baja a los precios del gas natural.

Entre enero y marzo de 2015, el precio del gas natural estará dependiendo fuertemente de las previsiones meteorológicas y de la variación de los inventarios a causa de la demanda de calefacción. Actualmente los inventarios de gas natural yacen aproximadamente un 3% por debajo de su promedio anual de cinco años y con el mercado estimando un invierno templado, su precio se ha desplomado un 28%, a los \$3.0/MMBtu. En caso de que estos pronósticos de invierno templado persistan y los inventarios continúen reduciéndose a niveles por debajo de sus mínimos históricos, entonces el precio del gas natural estadounidense debería mantener estos precios hasta marzo. No obstante, de desarrollarse un patrón de clima frío que reduzca las temperaturas regionales, motivaría probablemente a los inversores a colocar mayores capitales especulativos sobre este mercado, de modo tal de generar una rápida apreciación, similar a la registrada en 2014 cuando los precios treparon un 16%.

En el segundo trimestre de 2015, tras el final de la temporada de demanda de calefacción, los inversores deberían volver a focalizarse sobre los fundamentos a medio plazo. El análisis de las perspectivas de demanda se basa en la recuperación económica de los EE.UU., sobre la que se espera que en 2015 adquiera un momentum mayor a medida que el PIB asciende al 3% según lo estimado por la OCDE. Tras esta mejora de la actividad económica prevista para este año, el sector industrial y los productores de electricidad acentuarán la ya de por sí creciente demanda de gas natural. Asimismo su precio obtendría un impulso mayor gracias a que la implementación de políticas medio ambientalistas, obligarán a las plantas de energía de carbón que no cumplan con los estándares de calidad estadounidenses requeridos, a sustituir su actual infraestructura por una basada en gas natural.

A pesar de que el mercado del gas natural estadounidense presenta unas perspectivas de demanda saludables durante 2015, no creemos que se genere una fuerte apreciación de su precio. Por el contrario, contemplamos una fase de apreciación gradual, pero firme, a medida que la demanda contrarresta la continua expansión de la producción interna de shale gas.



La producción de shale gas presenta perspectivas de mayor crecimiento, tal cual es resaltado en el último informe de extracción publicado por la AIE. La agencia prevé un crecimiento de un 20.4% de la producción de shale gas durante enero en comparación a un año atrás. Este informe se basa en las siete regiones de mayor producción de shale gas en los EE.UU. y aunque existen otras áreas a considerar, estas siete abarcan el 95% del crecimiento de la producción de gas y crudo estadounidense durante el período 2011-2013.

Resumiendo, creemos que la fuerte demanda superará la creciente oferta estructural, permitiendo al mercado ajustarse durante la segunda mitad de 2015. Bajo nuestro principal escenario, los precios del gas natural estarían apreciándose de los \$3.0/MMBtu actuales, hacia el entorno de los \$3.6/MMBtu durante la segunda mitad del año.

AGRICULTURA

El sector agrícola continúa presentando unas perspectivas variadas y condicionadas a la evolución del tiempo. La suerte del sector agrícola está claramente ligada a la evolución del tiempo, donde la temperatura del agua a lo largo del océano Pacífico yace cerca de los valores de El Niño.

Impacto climático de El Niño durante el invierno boreal

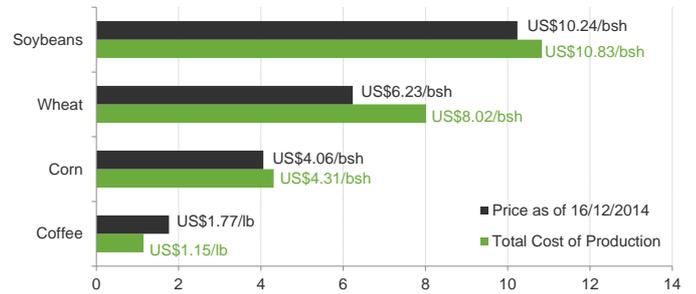


Fuente: Climate Prediction Centre

Aunque aún este efecto climático no se ha manifestado completamente, es probable que en el hemisferio norte su efecto sea

de un carácter templado. Mientras que en algunas partes del mundo el efecto de El Niño puede generar un clima más caluroso, en otras uno más seco y en otras generar mayores niveles de precipitaciones.

Agriculture Prices and Total Cost of Production (2010-14 data)



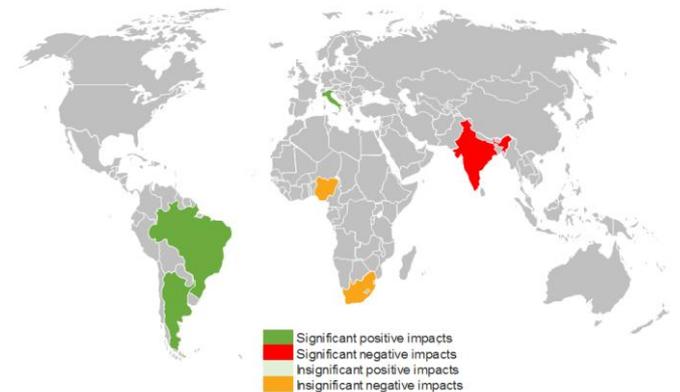
Source: Bloomberg, USDA, International Coffee Organization, ETF Securities
 Note: total costs for grains are defined as the sum of operating costs and allocated overhead. Operating costs for grains are US\$4.2/bsh for soybeans, US\$3.3/bsh for wheat and US\$2.3/bsh for corn. Total costs for Arabica coffee are calculated as the average cost of production of Arabica coffee in Brazil, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Guatemala, and Kenya

La mayoría de las decisiones de plantación para las cosechas de 2015 han sido tomadas en 2014 y por tanto, los principales factores que influirán en los niveles de oferta de la mayoría de las materias primas agrícolas, estarán relacionados al tiempo, al uso de fertilizantes, al momento en que se realicen las cosechas y las políticas de exportación. No obstante, dadas las pérdidas que los agricultores probablemente estén teniendo en el trigo, el maíz y la soja, creemos que la producción se reducirá en 2016 a través de una decisión consensuada para plantar menos en 2015. Eso respaldará a los precios de los granos en 2016.

Soja

El fenómeno meteorológico de El Niño tendría implicancias bajistas para la soja. La producción de Brasil y Argentina, que juntos producen casi la mitad de la oferta de soja del mundo, probablemente salga beneficiada en caso de una ocurrencia de El Niño. Caso contrario es el de India, que solamente produce un 4% de la oferta global y presenta perspectivas de crecimiento negativas. En perspectiva, El Niño será negativo para los precios de la soja.

Efecto de El Niño en la plantación de la soja entre diciembre y marzo Fase de crecimiento reproductivo

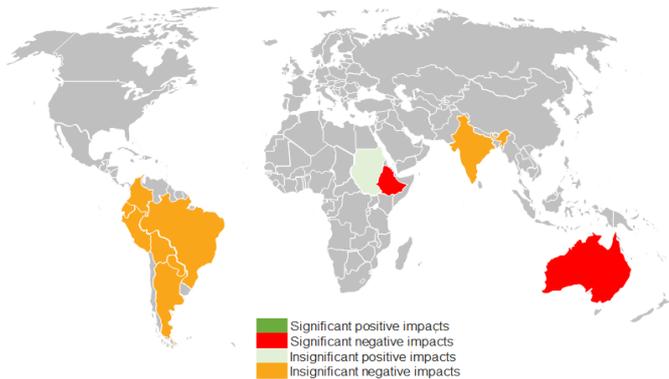


Fuente: Adaptado por ETF Securities de Impacts of Southern Oscillation on the global yields of major crops* por Iizumi et al, Mayo de 2014.

Trigo

El fenómeno meteorológico de El Niño tendría implicancias levemente alcistas para el trigo. Australia, que produce el 4% de la oferta global de trigo, podría extender su fase de sequía en caso de que se desarrollara el fenómeno de El Niño. Sin embargo, su impacto sería acotado dado que buena parte de la cosecha será completada durante las primeras semanas de enero. En cambio en Sudamérica, los efectos del fenómeno serán menos significativos y teniendo en cuenta que no se prevé un Niño fuerte, creemos que esta región no se verá afectada en absoluto.

Efecto de El Niño en la plantación de trigo entre diciembre y marzo Fase de crecimiento reproductivo

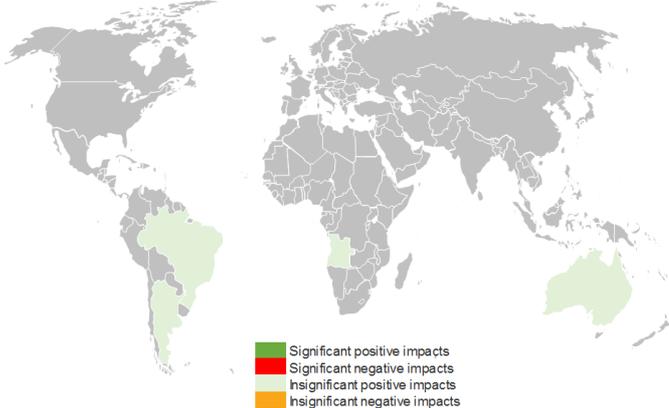


Fuente: Adaptado por ETF Securities de "Impacts of Southern Oscillation on the global yields of major crops" por Izumi et al, Mayo de 2014.

Maíz

El fenómeno meteorológico de El Niño tendría implicancias levemente bajistas para el maíz. Aunque los efectos de El Niño sobre el maíz son menos significativos, podrían ser levemente beneficiosos para las condiciones de crecimiento en Sudamérica y partes de Australia, lo que afectaría de manera levemente negativa a su precio.

Efecto de El Niño en la plantación de maíz entre diciembre y marzo Fase de crecimiento reproductivo



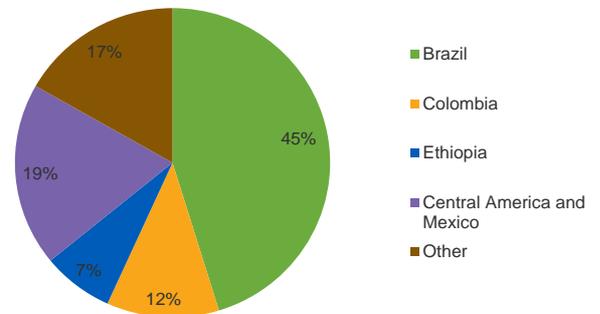
Fuente: Adaptado por ETF Securities de "Impacts of Southern Oscillation on the global yields of major crops" por Izumi et al, Mayo de 2014.

Café de arábica

Es probable que el café de arábica se beneficie en caso que se desarrolle el fenómeno de El Niño. Buena parte de la producción de café se concentra en Brasil, particularmente en la región de Minas Gerais. En 2014 los precios del café de arábica se duplicaron

prácticamente debido a que la producción se vio severamente afectada por la sequía ocurrida en Brasil. Aunque las recientes precipitaciones han ayudado a mejorar las condiciones de crecimiento para la cosecha de 2015, el clima seco que podría generar El Niño en áreas claves de producción, podría dañar al progreso acumulado, lo que repercutiría positivamente sobre sus precios.

Producción global de Café de Arábica

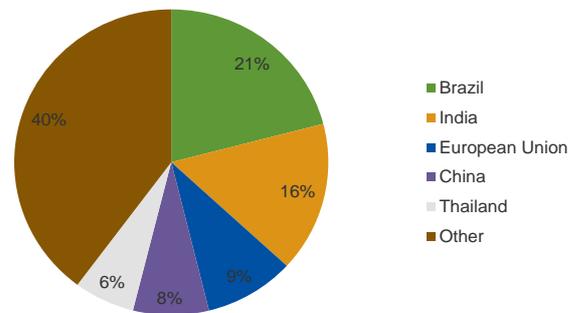


Source: USDA, ETF Securities

Azúcar

El Niño sería beneficioso para los precios del azúcar. Buena parte de la producción de azúcar también se concentra en Brasil y la India. Debido al fenómeno de El Niño, ambos países podrían registrar niveles de precipitaciones menores a los normales, lo que generaría condiciones climáticas más secas que impactarían positivamente sobre su precio. De todos modos, dado que se espera que el efecto de El Niño sea moderado, es improbable que impida que el mercado del azúcar registre otro año de oferta excesiva.

Producción global de azúcar

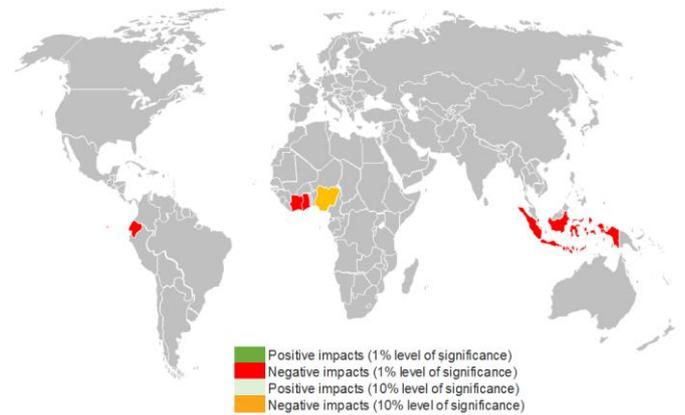


Source: USDA, ETF Securities

Cacao

El Niño tendría un efecto levemente alcista sobre el mercado del cacao. A pesar de que El Niño no impacta directamente sobre las principales regiones de producción de cacao de África (que comprende el 70% de la producción global), el cambio en los patrones climáticos, según el *International Research Institute for Climate and Society*, puede en otras partes ser transmitido a África a través de las tan llamadas "tele-conexiones". En el caso de Indonesia, que produce cerca del 10% de la oferta de cacao a nivel mundial, sería afectada más directamente, ya que su clima seco podría impulsar al alza a los precios.

Efecto de El Niño en la plantación de cacao



Fuente: ETF Securities, Executive Committee of International Cocoa Organization report "Impact of El Niño/La Niña Weather Events on The World Economy"

DIVISAS EN 2015 – BANCOS CENTRALES EN FOCO

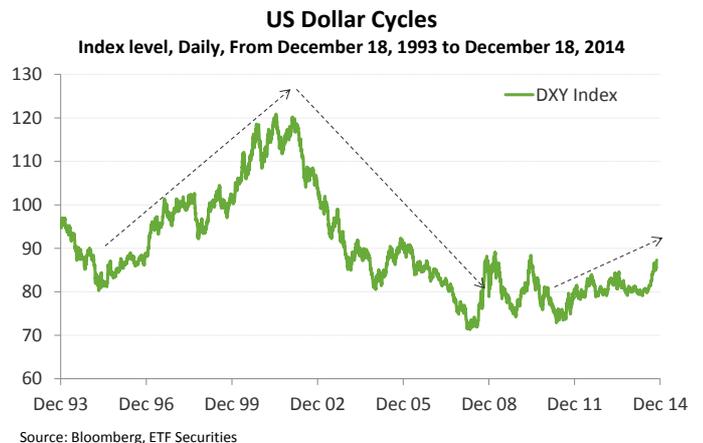
La divergencia de las políticas monetarias entre los bancos centrales es clave para analizar la evolución de los mercados de divisas en 2015. El ciclo de tasas de interés se está revirtiendo. En muchas economías desarrolladas, las tasas de interés han permanecido en mínimos récord por casi seis años. Desde nuestra perspectiva, a medida que la economía gana impulso, las mismas irán ajustándose al alza hacia niveles históricamente normales.

Creemos que no es sorprendente que los bancos centrales que han implementado los estímulos más agresivos en los últimos años, ahora estén recogiendo los beneficios de dicha siembra a través de mejores niveles de crecimiento. Tal cual puede apreciarse a continuación, la Fed y el Banco de Inglaterra (BoE) han sido los bancos centrales que más agrandaron sus balances en los últimos años.

Aunque el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Japón (BoJ) se quedaron rezagados en cuanto a los programas de estímulo implementados, es probable que lo compensen en 2015. Con el fin de abatir las presiones deflacionarias que abruman a sus economías, buscarán proceder con las medidas de flexibilización más agresivas de su historia.

La recuperación económica a nivel global se viene desarrollando a diferentes grados y las economías desarrolladas no son ajenas a ello. Estas diferencias de crecimiento hacen que también diverjan las políticas monetarias entre los bancos centrales, lo que proporciona oportunidades de negocio tanto para los inversores en divisas como a aquellos con exposición a activos que no cotizan en su divisa local.

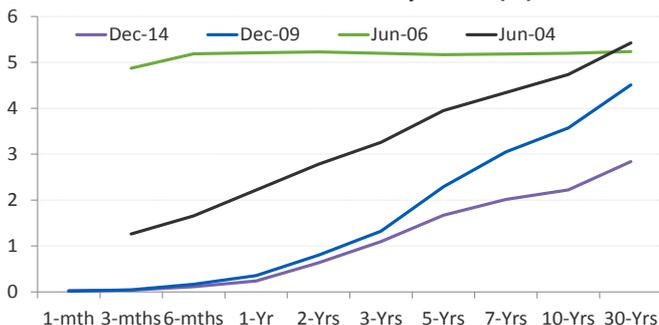
USD: perspectivas de apreciación por un período más prolongado. Contemplamos que el dólar continúe su fase de apreciación en 2015, superando el rendimiento de cualquier divisa perteneciente al grupo de las G10. Creemos que el dólar yace al inicio de un ciclo alcista de largo plazo, tras una década de un declive estructural.



Pensamos que las continuas mejoras de la economía estadounidense llevarán a la Fed a convertirse en el primer gran banco central en subir las tasas de interés en 2015, hacia niveles históricamente más normales. Esperamos que el amplio balance de la Fed no impida una subida de tasas, que podría ser de manera muy gradual para permitir a los mercados procesar la progresiva eliminación de los estímulos mientras la recuperación económica absorbe la capacidad ociosa. El achatamiento de la curva en las Treasuries estadounidenses, probablemente respalde la trayectoria alcista del dólar a lo largo de 2015.

GBP: pérdida de impulso. Aunque la economía del Reino Unido llegó en 2014 a mostrar los primeros indicios de una sólida recuperación, ha perdido impulso durante los últimos meses tras la contracción sorpresiva del sector manufacturero y del consumo de los hogares. La inflación ha caído a su menor nivel en diez años y al Reino Unido ser un importador de energía, los problemas inflacionarios parecen remotos. Esto último se aprecia claramente en el crecimiento de los

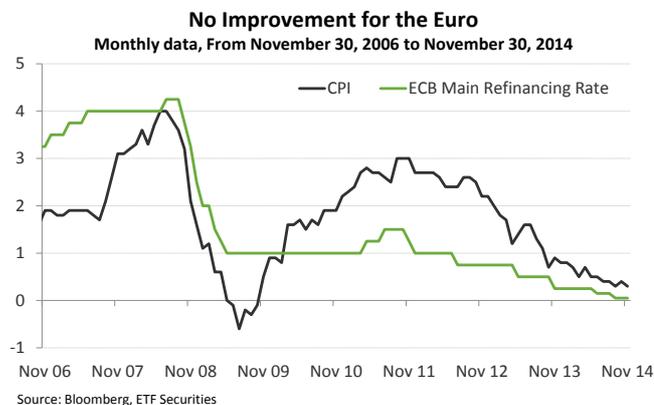
Historical US Treasury Yields (%)



niveles salariales, que yacen en porcentajes históricamente bajos. Como resultado del deterioro de su momentum económico, el mercado ha estado reduciendo sus expectativas en torno a una subida de tipos de interés por parte del Banco de Inglaterra (BoE); por nuestra parte creemos que es improbable que el BoE los aumente de manera agresiva durante 2015. Es por ello que esperamos que el diferencial de tasas de interés entre EE.UU. y el Reino Unido, continúe ampliándose a medida que los inversores descuentan un escenario de mayor incremento de tipos en la primera economía, lo que presionaría a la baja al tipo de cambio GBP/USD. La recuperación de la economía del Reino Unido probablemente será gradual, con el BoE condicionando la subida de tipos a la evolución de las variables macro. Asimismo creemos que se tomará más tiempo antes de considerar necesario un incremento para contener las presiones inflacionarias.

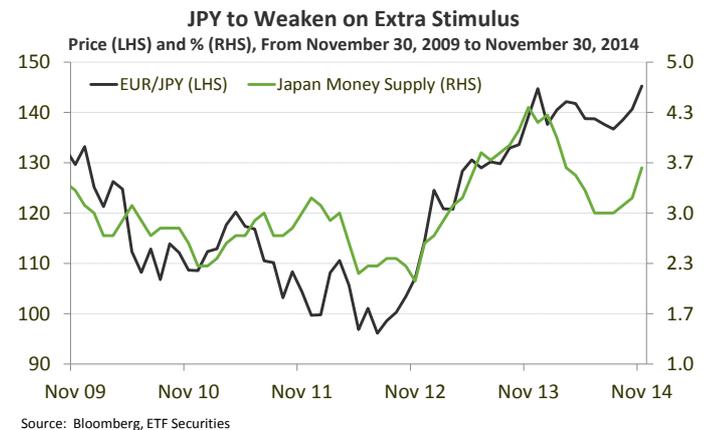
Guerras de divisas sigilosas. El BCE y el BoJ vienen llevando adelante una sigilosa guerra de divisas, inyectando niveles de liquidez sin precedentes en los mercados financieros y devaluando consecuentemente sus divisas. Aunque es probable que la actividad económica se vea beneficiada por la mayor competitividad generada por estas devaluaciones, la importación de la inflación es un factor crítico. Esto representa un desafío adicional, ya que ambas economías son importadoras de energía y al tener un barril de crudo cotizando cada vez más bajo, se retroalimenta aún más el círculo vicioso de la deflación. Dado que por muchos años las presiones deflacionarias han afectado a estas economías, estos bancos centrales se ven obligados a impulsar importantes programas de estímulo.

La evolución económica moderada de la Eurozona, ha llevado durante varios meses a la inflación a ubicarse un cuarto "por debajo, pero cerca, al objetivo del BCE del 2%". Tras el aumento de las amenazas deflacionarias, el BCE ha mantenido una postura laxa incondicional estableciendo tasas negativas sobre los depósitos, realizando una mayor compra de activos y ampliando el financiamiento a largo plazo. Estas nuevas medidas, que buscan promover un mayor nivel de préstamos e inyectar más liquidez en la economía real, probablemente continúen en un futuro cercano. Asimismo esperamos que las mismas sigan afectando al rendimiento del euro, ya que no esperamos que la situación económica mejore considerablemente durante el año que comienza. La caída de los precios del crudo ha exacerbado las presiones deflacionarias, lo que presiona al BCE a implementar un programa de flexibilización mucho más ambicioso. Lo anterior representa el escenario que contemplamos para el BCE en 2015 y no creemos que el mercado lo haya descontado completamente. Ante la ausencia de perspectivas de amplias reformas estructurales, la extensión de la caída del euro permitirá a los países periféricos en dificultades mejorar su competitividad y a cierto grado, los ayudaría a mejorar sus niveles de precios a través de la inflación generada por bienes importados.



Mientras tanto en Japón, que ha entrado en recesión de acuerdo a lo

que se desprende de sus últimos datos macroeconómicos, contemplamos que su banco central lance un nuevo plan de estímulo en 2015 (siendo una situación similar a la del BCE), lo que mantendría devaluado al yen durante dicho período. Aunque la economía debería beneficiarse de la caída en los precios del crudo, dado que Japón es un importador neto de energía, las presiones deflacionarias que lo agobian lo terminan perjudicando. Otro factor que afecta al yen, es lo deprimida que yace la situación de los hogares como consecuencia de la situación fiscal generada por los incrementos impositivos. Esto último se da bajo un contexto donde el sector corporativo dispone de mucha liquidez y los niveles de salario real registraron en 2014 caídas significativas. Claramente estas perspectivas no levantan la moral de los consumidores, sobre todo teniéndose en cuenta que la gran victoria del partido gobernante LDP, le da luz verde para proseguir con las políticas fiscales restrictivas. Parte integral de esta estrategia es mantener el yen devaluado con el fin de estimular la competitividad.

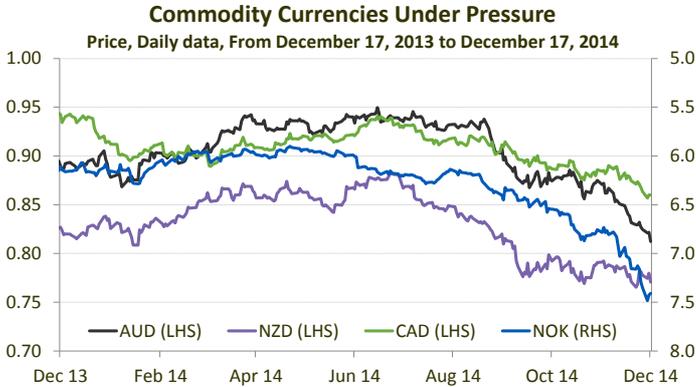


CHF: El SNB no anda con pequeñas. Mientras continúan las guerras de divisas indirectas, el Banco Nacional de Suiza (SNB) mantiene firme su política monetaria en un futuro no lejano. La entidad le ha seguido la posta al BCE al establecer las tasas de depósito negativas con el objetivo de atenuar la fortaleza del franco suizo. Tras haber pasado la prueba del referéndum suizo del oro, esperamos que el CHF continúe negociándose dentro de un ajustado rango ante el euro en 2015. De todos modos, debido a las perspectivas bajistas que la divisa comunitaria sigue presentando en 2015, el SNB se vería obligado a intervenir el mercado nuevamente para proteger el suelo de su tipo de cambio, lo que continuaría incrementando su nivel de reservas internacionales.

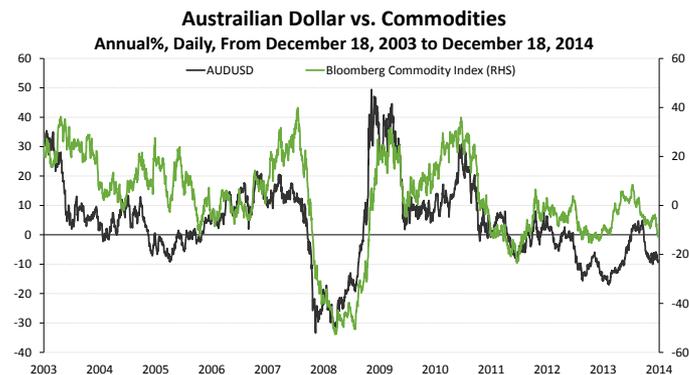
Las monedas que responden a la evolución de las materias primas presentan perspectivas de rebote. En 2014, la correlación entre las divisas y los mercados de materias primas fue *in crescendo*. Aunque durante 2014 los mercados de materias primas afectaron negativamente a sus divisas asociadas, esperamos que esta tendencia se atenúe a medida que comienza el nuevo año. En este sentido, vemos a dicho grupo presentar mejores perspectivas para 2015, debido a que comienza a abatirse uno de los factores que los afectó durante el año pasado (léase: la caída de los precios de las materias primas).

Del otro lado tenemos al billete verde, el cual probablemente no representará una amenaza permanente para los precios de materias primas. La correlación históricamente negativa entre el dólar y el precio de las materias primas, ha sido un escollo para su evolución, sobre todo para el oro en esta última etapa. Sin embargo en 2015, esperamos que esta correlación sea muchísimo menos pronunciada a medida que la recuperación económica global adquiere un impulso mayor. El fortalecimiento del dólar en 2014 ha sido producto de una sorprendente mejora económica estadounidense y de las expectativas

de un ajuste de la política monetaria de la Fed en 2015. Aunque el dólar presente perspectivas de un mayor fortalecimiento, la mejora de la situación económica debería respaldar a la demanda de materias primas, sobre todo cuando la demanda china también se mantiene saludable. Es por ello que a 2015, lo vemos como un año favorable tanto para el dólar estadounidense como para los precios de las materias primas.



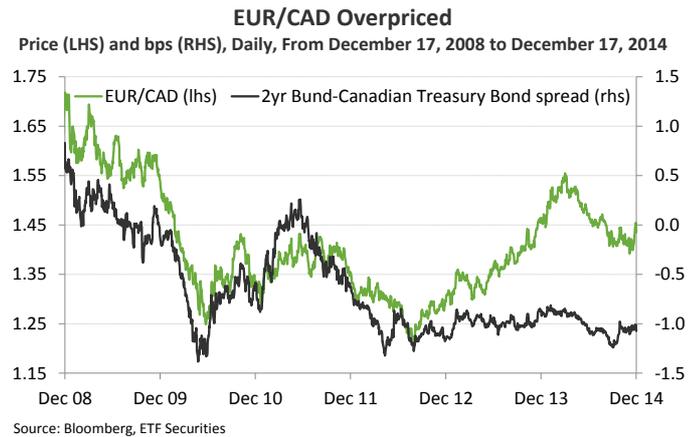
Hay dos factores que afectan este año al mercado del dólar australiano y del neozelandés. Por un lado, yacen las preocupaciones en torno a las perspectivas de la evolución de la economía china (donde ambos países exportadores de materias primas son altamente dependientes de la demanda china) y por otro, tenemos la retórica de sus respectivos bancos centrales. Tanto el Banco de la Reserva de Australia como el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda, verían con buenos ojos una devaluación más profunda. Sobre el último tramo de 2014, sus gobernadores resaltaron que ambas divisas habían permanecido, no hasta hace mucho, en niveles significativamente más elevados en comparación a lo que sus fundamentos sugerían. Por otra parte, creemos que el pesimismo respecto a China ha sido excesivo y los actuales niveles del AUD y NZD, contribuyen lo suyo para que en 2015 repunte la demanda de materias primas.



Mientras tanto, el desplome de los precios del crudo ha afectado particularmente al dólar canadiense y la corona noruega. Creemos que a medida que los precios del crudo comienzan a rebotar, ambas divisas presentan unas perspectivas atractivas, sobre todo ante divisas de financiamiento como el yen y euro.

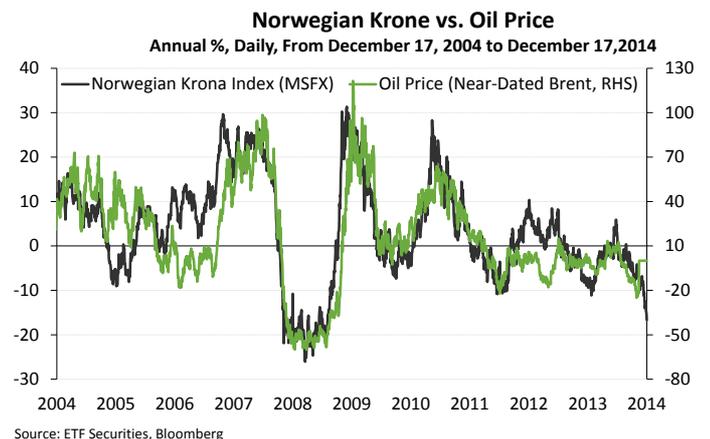
Aunque el precio del crudo ha afectado al dólar canadiense, los diferenciales de interés entre los bunds alemanes y los bonos del Tesoro canadiense, sugieren que el Loonie yace muy devaluado frente al euro. Esperamos que esta situación se corrija a medida que el mercado progresivamente mejora las perspectivas de crecimiento de la

economía canadiense y sus implicancias monetarias. En el caso de la corona noruega, esperamos que en 2015 se recupere ante el euro.



Recientemente el gobernador del Banco de Canadá (BoC), el Sr. Poloz, remarcó que la comunicación de los futuros pasos en materia de política monetaria (*Forward Guidance*), no era beneficioso bajo el actual contexto económico. Esto nos hace pensar que el BoC confía en la evolución de la economía y su capacidad para procesar mínimamente una política monetaria más restrictiva en 2015. Otro factor importante es que el dólar canadiense se beneficia de la actividad comercial que su país mantiene con EE.UU, lo que representa otro factor de respaldo.

La persistente debilidad de los precios del crudo y el recorte sorpresivo de tasas de interés realizado por el banco central noruego, provocaron la mayor devaluación de la corona noruega en casi seis años frente al euro. A la entidad no la afecta tener una divisa devaluada, ya que ayuda a compensar la desaceleración de la actividad en el sector petrolífero. A medida que el crudo comienza a recuperarse en 2015, creemos que los efectos deflacionarios provocados por su caída comenzarán a reducirse, al igual que los efectos negativos de este último sobre la balanza comercial.



Por su parte a su banco central vecino, el *Riksbank* sueco, no le son ajenos los efectos deflacionarios de la caída del crudo. A pesar de contemplar un escenario inflacionario más deprimido, mantiene unas perspectivas relativamente optimistas en torno al ritmo de crecimiento de la actividad económica doméstica.

En 2014 el *Riksbank* fue la entidad pionera en establecer tasas negativas sobre los depósitos, con el fin de impulsar la inflación hacia el objetivo del 2%. En diciembre la entidad declaró que necesita expandir aún más su política monetaria para contrarrestar el riesgo de

una disminución de las expectativas de inflación.

Bajo un contexto económico no del todo claro, contemplamos que la corona sueca no rinda demasiado en los mercados *Major* de divisas. Al menos hasta que no surjan indicios de una mejora en los niveles de inflación y de incrementos en las tasas de interés por parte del *Riksbank*, desde el cero actual. En 2015 esperamos que la corona sueca registre un rendimiento menor al de la corona noruega.

IMPORTANT INFORMATION

This communication has been issued and approved for the purpose of section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000 by ETF Securities (UK) Limited ("ETFs UK") which is authorised and regulated by the United Kingdom Financial Conduct Authority ("FCA").

Investments may go up or down in value and you may lose some or all of the amount invested. Past performance is not necessarily a guide to future performance. You should consult an independent investment adviser prior to making any investment in order to determine its suitability to your circumstances.

The information contained in this communication is for your general information only and is neither an offer for sale nor a solicitation of an offer to buy securities. This communication should not be used as the basis for any investment decision. Historical performance is not an indication of future performance and any investments may go down in value.

This communication may contain independent market commentary prepared by ETFs UK based on publicly available information. Although ETFs UK endeavours to ensure the accuracy of the content in this communication, ETFs UK does not warrant or guarantee its accuracy or correctness. Any third party data providers used to source the information in this communication make no warranties or representation of any kind relating to such data. Where ETFs UK has expressed its own opinions related to product or market activity, these views may change. Neither ETFs UK, nor any affiliate, nor any of their respective, officers, directors, partners, or employees accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this communication or its contents.

ETFs UK is required by the FCA to clarify that it is not acting for you in any way in relation to the investment or investment activity to which this communication relates. In particular, ETFs UK will not provide any investment services to you and or advise you on the merits of, or make any recommendation to you in relation to, the terms of any transaction. No representative of ETFs UK is authorised to behave in any way which would lead you to believe otherwise. ETFs UK is not, therefore, responsible for providing you with the protections afforded to its clients and you should seek your own independent legal, investment and tax or other advice as you see fit.

This communication is not, and under no circumstances is to be construed as, an advertisement or any other step in furtherance of a public offering of shares or securities in the United States or any province or territory thereof. Neither this communication nor any copy hereof should be taken, transmitted or distributed (directly or indirectly) into the United States.

This communication constitutes an advertisement within the meaning of Section 31 para. 2 of the German Securities Trading Act (Wertpapierhandelsgesetz - WpHG); it is not a financial analysis pursuant to Section 34b WpHG and consequently does not meet all legal requirements to warrant the objectivity of a financial analysis and is also not subject to the ban on trading prior to the publication of a financial analysis.

FOR INVESTMENT PROFESSIONAL USE ONLY, NOT FOR PUBLIC DISSEMINATION – PAST PERFORMANCE DOES NOT GUARANTEE RESULTS.

**ETF SECURITIES (UK) LIMITED**

3 Lombard Street
London EC3V 9AA
United Kingdom

T +44 (0)20 7448 4330
E info@etfsecurities.com
W etfsecurities.com