

# Perspectivas para el 2º trimestre de 2015 en Materias Primas & Divisas:

## Reducción de oferta potencia las perceptivas de las materias primas ante el fortalecimiento del dólar

Es probable que las políticas de estímulo en Europa y Asia impulsen la demanda de materias primas. Posiblemente, China, consumidor clave, acabe batiendo los pronósticos de crecimiento. A pesar de que se prevea un menor nivel de actividad económica, las medidas de estímulo deberían respaldar un mayor gasto en infraestructuras intensivas en materias primas y los bajos precios del crudo deberían contribuir a la mejora de la actividad en Asia e impulsar una mayor demanda de materias primas. Por otra parte, es probable que el sector energético continúe vulnerable aunque se registre un modesto repunte del crudo durante el segundo semestre, a medida que comienza a reducirse su oferta.

La divergencia entre las políticas monetarias será el factor clave detrás del rendimiento del mercado internacional de divisas. A pesar de que la Reserva Federal ha dejado claro que la etapa de “paciencia” respecto a cuándo subir las tasas de interés ha quedado atrás, más allá de la solidez del mercado laboral, tiene relativamente muy pocos motivos como para empezar el ciclo restrictivo. Es probable que la Fed lo inicie de manera más lenta a la que el mercado espera y por tanto el dólar podría corregirse a corto plazo. No obstante, las políticas expansivas de la Eurozona y Japón podrían estabilizar al euro y al yen en lo inmediato.

## MATERIAS PRIMAS

### Resumen

Aunque el pesimismo respecto a la evolución de la economía global se acentuó durante el último trimestre, mantenemos unas perspectivas más alentadoras a medida que Europa y Asia se benefician de los bajos precios del crudo, los bajos intereses y las devaluaciones en los mercados de divisas (véase el informe “[Much Ado About Zero....](#)” por Roubinini Global Economic y ETF Securities). Hemos mejorado nuestras estimaciones sobre Europa, donde esperamos que continúe atravesando una recuperación cíclica moderada durante algunos trimestres más (gracias a las medidas de estímulo y a un poco de buena suerte), mientras la actividad económica en Asia adquiere un impulso mayor.

Esperamos que la demanda por metales industriales, paladio y los PGMs (grupo de metales surgido del platino, que tienen un amplio uso

industrial) se beneficien del rebote cíclico generado por las medidas de estímulo. Asimismo, la oferta de una amplia gama de metales industriales y de PGMs es mucho más ajustada de lo que se percibe en general. Si los metales comienzan a negociarse en base a los fundamentales y no en base al sentimiento, los PGMs, al igual que el cobre, níquel y zinc podrían presentar un potencial de apreciación.

Es probable que las perspectivas de subida tasas en EE.UU mantengan a la onza de oro bajo presión. Sin embargo, su precio actual ha sobrestimado el ritmo de ajuste de la política monetaria de la Fed y el metal precioso podría ser tenido en cuenta como un activo barato para protegerse ante potenciales errores de los bancos centrales, a medida que el crecimiento de los partidos políticos anti-sistema de Europa amenaza con desafiar al orden imperante.

El precio del crudo parece estar decayendo. Aunque se están cerrando plataformas de perforación de crudo en EE.UU a un ritmo sin precedentes, las reservas de crudo siguen creciendo y solamente en caso que estos últimos disminuyan, es que la producción de crudo estadounidense puede reducirse. La reunión de la OPEC en junio sigue siendo un punto de inflexión en el juego político en el que se ha convertido la guerra de precios. A pesar de que creemos que el cartel reducirá la producción, lo hará con mucha reticencia. Los recortes serán moderados dado que la organización no estará dispuesta a perder cuota de mercado y esperará a que otros participantes disminuyan también su producción antes de realizar recortes más significativos.

Mantenemos nuestras perspectivas bajistas sobre el gas natural debido a que la demanda estacional termina en el próximo trimestre. El comienzo de la temporada de “inyección” supondrá una acumulación de reservas que mantendrá al mercado bien abastecido.

En el sector agrícola, esperamos que la plantación de maíz y trigo caiga tras un período prolongado de precios débiles por más que los precios del sector no hayan estado inmunes a la “guerra de divisas”. La rápida devaluación del real brasileño ha impulsado las ventas de café y azúcar, deprimiendo los precios globales de estas materias primas. El hecho de que los inversores vuelvan a concentrarse en los fundamentos, debería respaldar a los precios del café. En el caso del azúcar no se puede decir lo mismo, ya que la oferta excesiva debería seguir manteniendo al precio bajo presión.

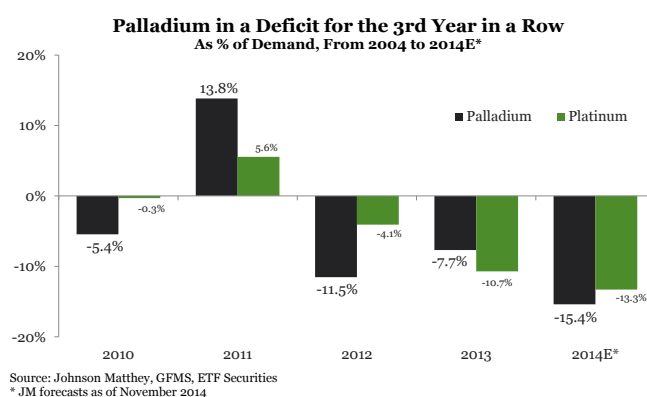
## METALES PRECIOSOS

Los metales preciosos ha sido el sector de mejor rendimiento entre las materias primas, acumulando en lo que va del año un beneficio del 1.3%. A diferencia de lo que esperábamos, los PGMs (“el grupo de los metales derivados del platino”) quedaron rezagados, con el platino y el paladio cayendo más de un 4% durante el mismo período. La fuerte apreciación del dólar frente a las divisas más importantes, particularmente ante el euro, afectó a los precios de las materias primas que tienden a mantener una correlación negativa con la divisa estadounidense. Aunque es probable que el oro continúe bajo presión por la subida de los intereses en EE.UU, esperamos una recuperación sobre el precio de los PGMs, a medida que mejora el optimismo y los inversores vuelven a concentrarse sobre los bajos niveles de oferta.

## Platino y paladio: un nivel de oferta muy bajo

Durante el primer trimestre de 2015, el precio del platino y paladio se vio afectado por las preocupaciones respecto a una posible desaceleración de la demanda. El amplio uso del platino y paladio en la fabricación de catalizadores para automóviles, hace que su demanda sea especialmente sensible a la situación global a nivel industrial, económico y de mercados. Los temores de una salida de Grecia de la zona euro, considerado el mayor consumidor de platino para la fabricación catalizadores para automóviles, junto con las expectativas de mayor producción, han provocado una caída del 8 % en el precio del platino desde el comienzo del año. El paladio también sufrió una pérdida durante el período, como consecuencia de la fortaleza generalizada del billete verde y el pesimismo sobre la evolución de las materias primas.

Sudáfrica cuenta con las mayores fuentes de platino y paladio en el mundo, las cuales se encuentran principalmente en el complejo de *Bushveld Igneous*. Sudáfrica es bien conocida por el elevado nivel de sindicalismo de los trabajadores y de intervención del gobierno en la industria minera, lo que ha afectado sustancialmente la producción en el pasado. El ejemplo más reciente de ello, fue la huelga de cinco meses de este sector durante 2014. Aunque se espera que la producción de platino y paladio se recupere en 2015 después de un desastroso 2014, la tensión social en esta nación podría volver a escalar en junio, cuando expiren los acuerdos salariales.

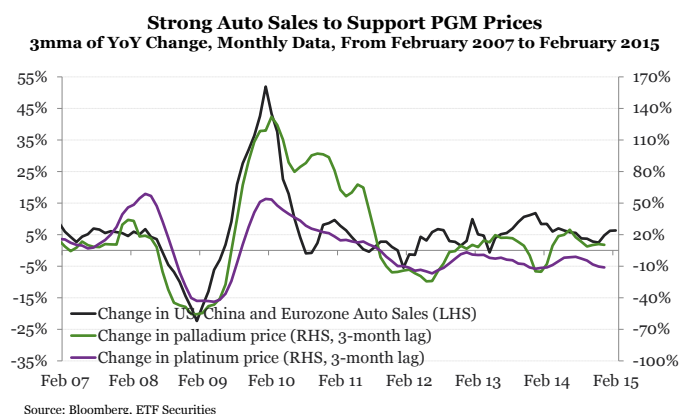


La rentabilidad de la industria ha sido severamente afectada por la inflación salarial generada durante la década pasada. *Impala Platinum* y *Anglo American Platinum* han anunciado planes de vender las mineras no rentables, mientras que *Glencore* se estará despegando de su participación en *Lonmin*. Rusia también ha contribuido a la incertidumbre general sobre la oferta de los PGMs,

ya que ha mantenido en secreto el estado y el volumen de los inventarios de paladio de la reserva de *Gokhran* (la reserva estatal de metales preciosos) y más recientemente, al prolongar el conflicto con Ucrania.

A medida que se espera que la oferta continúe ajustada, esperamos que el mercado de los PGMs continúe en déficit en 2015.

Sin embargo, se espera que los fundamentos de la demanda continúen respaldando más al paladio que al platino. Aunque es probable que los precios persistentemente bajos impulsen la demanda de platino por parte de los joyeros chinos a partir de mediados de este año, es posible que la demanda de catalizadores para automóviles en Europa, considerado el mercado de vehículos diesel más grande, permanezca rezagada en comparación a la de EE.UU debido a sus problemas económicos. Por su parte China, considerado el mayor consumidor individual de platino, importó un 22% menos de platino en 2014 debido a la contracción de la demanda de joyas. Sin embargo, este componente de la demanda tiende a ser particularmente sensible a los precios, lo que hace que su precio pueda recuperarse en 2015. Mientras tanto, se espera que el paladio se beneficie de las fuertes ventas de automóviles en EE.UU y China, considerados los dos mercados más grandes de vehículos a gasolina. La *Asociación China de Fabricantes de Automóviles* espera que las ventas de automóviles en el país aumenten en un 8%, a 21.3 millones de unidades en 2015. En el caso de EE.UU, la demanda se vería respaldada por una combinación de factores, como por ejemplo la gran caída de los precios del crudo, el aumento de los créditos para la compra de automóviles y el desgaste de los automóviles por el uso sobre carretera.



Esperamos que el rendimiento del paladio siga siendo superior al del platino. Más allá que el precio del platino pueda recuperarse por encima de

los \$1300/oz a medida que la demanda china vuelve a levantar cabeza y el mercado comienza a sentir el efecto de los subsidios sobre la industria automotriz de la zona euro, el paladio parece estar mejor posicionado para beneficiarse de la recuperación económica de China y EE.UU, considerados los mayores productores mundiales de automóviles. Esperamos que la demanda de catalizadores para automóviles siga siendo sólida en 2015 y apuntamos a que el paladio alcance los \$900/oz durante el tercer trimestre de 2015.

## Plata: analizando cada nube

Las perspectivas de la plata siguen siendo inciertas debido al elevado nivel de sus inventarios y a la correlación que mantiene con el oro, lo que hace que sea probable que su precio continúe bajo presión. Cerca de dos tercios de las empresas mineras están operando la plata a un precio a largo plazo de \$19/oz o por encima para la valorización de sus reservas, lo que hace que la mayoría de los productores consideren excesiva la corrección del precio de la plata. Aunque creemos que el rango de los \$15-\$16/oz representa una oportunidad de compra, el mercado continúa plagado por años de oferta excesiva. El ciclo minero llega a tal punto, que las nuevas decisiones se toman cuando los precios yacen elevados. Sin embargo, puede tomar muchos años generar una nueva producción minera y al momento en que ocurre, la situación del precio puede haber cambiado dramáticamente. La actual producción es el resultado de las decisiones de inversión cuando la plata se negociaba a \$40/oz, lo que hace que ahora no sea sustentable a los precios actuales, ya que el 25% de la industria de la plata produce actualmente a pérdida. Sin embargo, algunos productores están en condiciones de producir a niveles considerablemente menores, como el proyecto *Sancito II* de *Fresnillo*, el cual se estima que su coste total es de \$3.7/oz.

Solamente el 25% de la producción de plata surge de las mineras primarias, donde el resto se extrae de la producción de oro, plomo, zinc y cobre. Es por ello que la producción de plata es difícil de regular, ya que su extracción puede depender además del coste oportunidad de la extracción de otros metales. Sin embargo, esperamos la producción de la plata se equilibre con su precio actual, el cual ha estado bajo presión durante los últimos tres años al igual que el resto de los metales; hoy en día su precio es un 67% menor al máximo de 2011. Asimismo se espera que la oferta de restos también disminuya en 2015, como consecuencia de los bajos precios.

Aunque contemplamos unas perspectivas levemente positivas sobre la plata, hemos ajustado

nuestro precio esperado para fines de 2015 en \$18/oz.

### Oro: presionado en ambas direcciones

En línea con nuestras expectativas, el oro se ha mantenido flexible durante el primer trimestre de 2015, a medida que los inversores continuaron interesados por mantener su exposición a los activos defensivos como consecuencia de los riesgos geopolíticos. La fortaleza del dólar de los últimos meses ha tenido un efecto de alguna forma adverso sobre el oro, ya que el coste de adquisición de los lingotes se encarece para los inversores internacionales. Sin embargo, la corrección del billete verde durante la reunión de marzo del FOMC, alivió un poco la presión que recaía sobre las materias primas.

El posicionamiento de los futuros ha sido un factor clave en la dirección del precio del oro durante los meses recientes. A pesar de que el metal precioso alcanzó su mayor nivel desde enero de 2012 a causa de los temores sobre los efectos colaterales que tendrían las elecciones griegas, el posicionamiento especulativo largo sobre oro en los mercados de futuros, cayó por octava semana consecutiva. Los inversores parecen haber estado reduciendo su exposición sobre activos defensivos, a medida que la recuperación de la economía estadounidense continúa impulsando un fortalecimiento meteórico del dólar y comienzan a atenuarse las cuestiones políticas más preocupantes con respecto a Grecia y la Eurozona.



El aumento de la volatilidad podría respaldar al precio del oro durante los próximos meses, en caso de que aumenten los temores y las preocupaciones políticas respecto a la Eurozona. Aunque bajo nuestro principal escenario no contemplamos un riesgo geopolítico considerable capaz de interferir la recuperación económica y la demanda de activos cíclicos, la situación geopolítica sigue siendo tensa en algunas regiones.

Aunque la demanda sin entrega física ha sido mixta, la demanda física debería permanecer respaldada porque China e India comprenden el 50% de la demanda global de oro. En la India para la elaboración de ajueres de novia y regalos. El pico de la temporada de bodas se da entre noviembre y mayo. La demanda también aumenta durante la temporada estival que va de agosto a octubre. Ante la caída de los precios del crudo, India ha reducido su actual déficit de cuenta corriente. Este déficit la llevó previamente a implementar restricciones sobre las importaciones de oro y si sus perspectivas económicas mejoran, se puede contemplar un levantamiento más amplio de estas restricciones. Ya en 2015, el *Comité Indio Central de Impuestos y Aduanas* redujo en casi un 5% las tarifas de importación, sin descartarse reducciones mayores. De hecho, las importaciones en febrero de 2015 superan en casi un 50% a los niveles registrados un año atrás.

A diferencia de otras materias primas que su comportamiento de precios está más basado en la oferta, la demanda ha sido el factor clave sobre la evolución del precio del oro. Sin embargo, mientras se negocia cerca al coste marginal de producción, no esperamos que el nivel de oferta se mantenga a medida que las minas comienzan a agotarse. El reciclaje ha sido otra fuente de oferta que ha contribuido a la estabilización de los precios cerca de este coste marginal. Con la actividad de reciclaje habiéndose reducido a su menor nivel desde el tercer trimestre de 2008, creemos que los precios actuales del oro forman un suelo sobre el cual es improbable que lo pierdan sin una reducción adicional de la oferta. Aunque el reciclaje ha comprendido en promedio un 37% de la oferta total del oro durante los últimos cinco años, la reciente caída del precio lo redujo en 2014 a un 11% anualizado.

En general, bajo un escenario económico favorable, en el que probablemente algunos de los bancos centrales más importantes aumenten los intereses, el precio del oro saldría perjudicado. No obstante, las tasas de depósitos negativas en muchos países europeos han mejorado el atractivo del oro a pesar de que es un activo que ofrece un rendimiento nulo. Dado que los inversores tienen que pagar para poseer efectivo o bonos, el oro luce cada vez mejor, sobre todo desde una perspectiva de valoración relativa a medida que los mercados de bonos y renta variable presentan valoraciones excesivas.

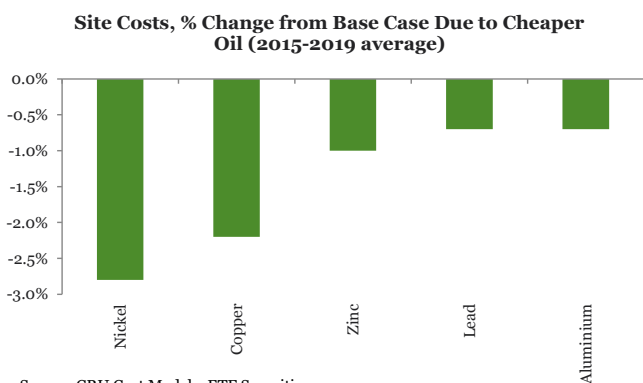
En términos generales, esperamos que el oro termine 2015 en el rango de los \$1250-\$1300/oz, impulsados por una subida modesta y gradual de las tasas de interés en EE.UU.



## METALES INDUSTRIALES

Aunque los metales industriales continuarán operando en base a sus propios fundamentos, creemos que una mejora sorpresiva en los niveles de crecimiento de China y Europa impulsará la demanda del sector en su conjunto. Al mismo tiempo, la oferta de la mayoría de los metales industriales se mantiene más ajustada que lo percibido por el mercado en general. Las estimaciones de oferta pocas veces se ven influidas por las distorsiones de producción causadas por huelgas o inclemencias climáticas (como las inundaciones de Chile que suceden mientras se redacta este informe). De hecho, la prohibición de las exportaciones de minerales de Indonesia podría ser llevada a cabo por otros países, como por ejemplo las Filipinas que busca obtener más de su cadena de valores.

Por más que la caída de los precios del sector energético podrían ayudar a sostener la producción de otros metales por un tiempo más prolongado, es improbable que esta caída de costes mueva la aguja lo suficiente, ya que se espera que los costes fijos se reduzcan solamente un 3% en el níquel y menos de un 1% para el aluminio bajo un escenario de un precio de crudo bajo<sup>1</sup>.



Soucre: CRU Cost Models, ETF Securities  
Assumes oil price fall to a low US\$42/bbl in 2015, before recovering to US\$70/bbl between 2017 and 2019.

### Aluminio: comportamiento oscilante

A pesar de la intensidad del consumo energético en el procesamiento de aluminio, existe una elevada proporción de sitios productores de aluminio que yacen cerca de fuentes de energía baratas. Las fuentes de energía hidráulicas y a carbón tienden a proporcionar buena parte de la electricidad dentro del proceso de la producción de aluminio y su sector es el que menos se beneficia de una caída de

los precios del crudo. Basados en los modelos de costes CRU, se esperan que los costes en sitio de la producción de aluminio solamente caigan un 0.7% bajo un escenario de un precio de crudo bajo(1). Es improbable que una caída en los precios energéticos impulse la rentabilidad de los fundidores y por tanto, creemos que la situación económica presiona mucho para que se recorte la producción.

El interés de China de estimular la economía debería respaldar una reducción de la oferta de aluminio a medio plazo. Sin embargo, el proceso de desmantelamiento de las plantas de fundición durará lo suyo, independientemente de la intención de China de reformar.

Creemos que los fabricantes de autos continuarán sustituyendo la utilización de metales pesados por la de aluminio para cumplir con mejores estándares medioambientales, especialmente en China. Aunque los productos más baratos de aceite y petróleo pueden haber reducido el incentivo de los consumidores a adquirir vehículos más eficientes, la reglamentación medioambiental aún favorece una mayor demanda.

Sin embargo, muchos de estos temas influirán muy lentamente sobre los precios y creemos que el aluminio simplemente oscilará entre los \$1600/\$1900/mt.

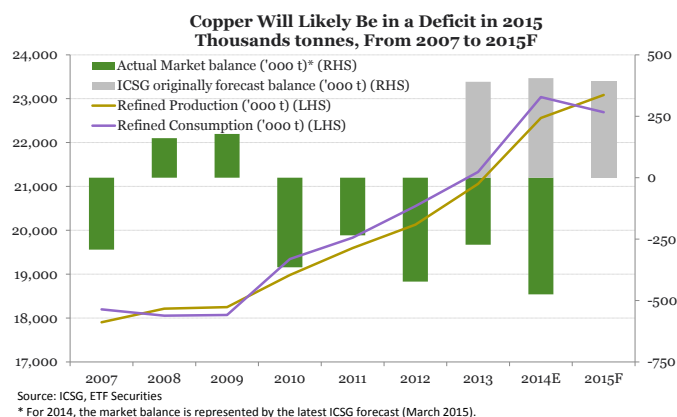
### Cobre - déficit de oferta: ¿dejà vu?

Durante el primer trimestre de 2015, el precio del cobre cayó a su menor nivel desde 2009 tras la reducción de las estimaciones de crecimiento de la economía global tanto por el Banco Mundial como el FMI a causa de las preocupaciones sobre una desaceleración en China. Aunque China busca dejar de priorizar la evolución del sector de construcción y la dependencia de las exportaciones de bienes para enfocarse en desarrollar el consumo interno, creemos que la caída del precio del cobre es excesiva. Los bajos precios energéticos han arrastrado a los precios de los metales al reducir sus costes de producción, lo que hace que el precio del cobre se vea influido por el pesimismo reinante y no por una debilidad de sus fundamentos.

Las últimas cifras publicadas por el *International Copper Study Group (ICSG)* muestran que el mercado del cobre cerró 2014 de manera deficitaria por quinto año consecutivo, debido a que se generó una demanda mayor a la esperada. Aunque el ICSG espera que la producción de cobre aumente un 10% para generar un superávit en el mercado en 2015,

<sup>1</sup> Bajo el escenario de que los precios del crudo caen este año a los \$42/bbl, antes de que se recuperen a los \$70/bbl entre 2017 y 2019. Esto es comparado con el escenario base en el que el crudo se recupera a los \$73/bbl a fines de 2015, \$87/bbl hacia fines de 2016, \$97/bbl a fines de 2017 y \$103/bbl a fines de 2018.

creemos que estas expectativas de oferta son excesivas.



Históricamente, las distorsiones de oferta han comprometido en promedio cerca de un 5% de la oferta total de cobre durante los últimos cinco años y es improbable que 2015 sea la excepción. Las operaciones en la zona franca de la mina de *Grasberg*, considerada la segunda mayor productora de cobre a nivel mundial, fueron en marzo suspendidas por cinco días a causa de un conflicto laboral. En febrero, *BHP Billiton* reportó una reducción de 60.000 toneladas en la producción de cobre de su mina australiana *Olympic Dam*, debido a problemas en su planta de procesamiento. El hecho de que el precio del cobre haya continuado bajo presión, también ha impulsado a algunas empresas a recortar la producción. De hecho *Codelco*, la mayor empresa productora de cobre a nivel mundial, recientemente anunció que producirá un 5% menos en 2015. *BHP Billiton*, la mayor minera a nivel mundial, planea reducir el presupuesto para el desarrollo de proyectos a su menor nivel desde 2010, después de que otras empresas de su mismo sector como *Freeport – McMoRan* tomaran una decisión similar. Esperamos que más empresas mineras sigan el ejemplo de *Codelco*, a medida que los precios bajos esperados impulsan a las compañías a reducir el gasto de capital sobre inversiones y mantenimiento.

Esperamos que los inversores eventualmente vuelvan a enfocarse en el ajuste de los fundamentos de oferta y demanda en 2015. Contemplamos que el precio del cobre se negocie alrededor de los \$6.500/mt durante el segundo semestre de 2015 y una superación del mismo cuando se haga sentir el recorte de gastos, la cual consecuentemente reducirá la producción.

## Níquel: continúa la escasez de minerales

A pesar de la caída en febrero de este año de los precios del níquel a sus menores niveles en casi un año, esperamos que se recuperen gradualmente a medida que China reduce su producción de níquel fundido, Europa aumenta su demanda de acero inoxidable y se reduce la oferta de minerales de níquel. Tras haberse apreciado un 50% a los \$21.000/mt, el precio del níquel se corrigió junto con otros activos cíclicos a fines de agosto de 2014. Indonesia, considerado el mayor productor de níquel al comprender más de un 30% de la oferta global minera, prohibió las exportaciones de minerales en enero de 2014 para estimular el procesamiento doméstico de sus metales.

China es considerado el mayor consumidor de níquel al representar el 50% de la demanda. Se estima que la nación ha padecido la prohibición de Indonesia con un nivel de inventarios disponible para ocho meses, lo que de alguna manera acotó el potencial alcista del precio del níquel en 2014. Desde la imposición de la prohibición, China ha recurrido a las Filipinas, considerado la segunda nación de mayor producción mundial, para mantener bien abastecida a su industria de níquel fundido a pesar de la calidad inferior de los minerales filipinos, lo que demora una reducción de la oferta del mercado. Sin embargo, el inicio de la temporada de precipitaciones en las Filipinas, ha ralentizado las importaciones desde el país desde noviembre de 2014 y se prevé que la situación se normalice durante las próximas semanas. De esta forma, es probable que los inventarios chinos se hayan reducido con el fin de abastecer a la industria nacional de níquel fundido.

Esperamos que la ausencia de los minerales indonesios del mercado contribuya a una reducción de la oferta hasta 2016, cuando la nueva producción de China, las Filipinas y Rusia alivie parte de la restricción de la oferta. Con Indonesia manteniendo su prohibición de exportar minerales, la reducción de los inventarios chinos y el aumento esperado de la producción de acero inoxidable en 2015, contemplamos que el precio del níquel se recupere hacia los \$17.000/mt.

## Zinc: mercado impulsado por situación deficitaria

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 otros aspectos de la demanda que mantienen una sólida evolución.

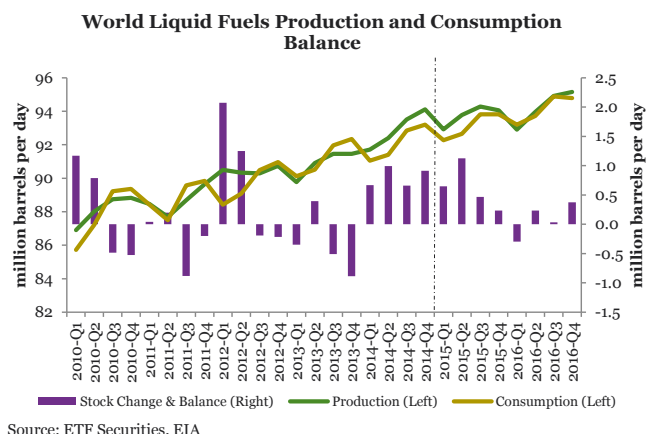
Durante los primeros once meses de 2014, la fabricación de automóviles en China acumuló un crecimiento anualizado de 7.2%. Debido a las recientes medidas de estímulo impulsadas por el gobierno en los sectores de consumo de bienes e infraestructura, pensamos que el zinc está bien posicionado para beneficiarse del crecimiento de China. Mientras tanto, los inventarios en la LME registraron el año pasado una caída de 254kt 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

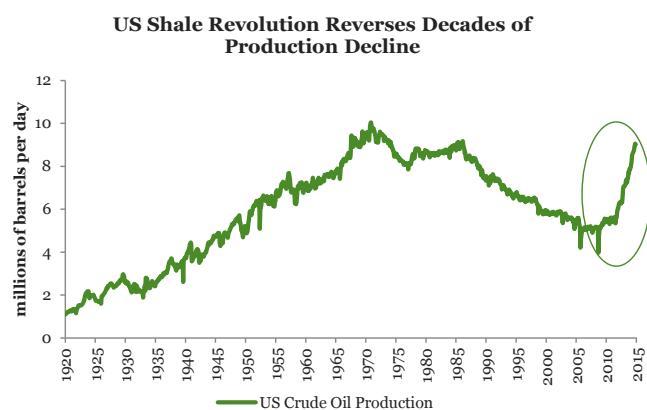
### Crudo: esperando a la respuesta de la OPEC

Los precios de los principales barriles de referencia como el Brent y el WTI, cayeron durante los últimos nueve meses en un 53% y 60% respectivamente. La oferta excesiva a nivel global provocó un ajuste de la valoración de uno de los insumos más importantes para la producción de la energía global. Es probable que el mercado de combustibles líquidos (como por ejemplo el crudo y sus derivados) se mantenga superavitario durante

un tiempo, a medida que la producción mundial se ajusta lentamente a la nueva realidad.

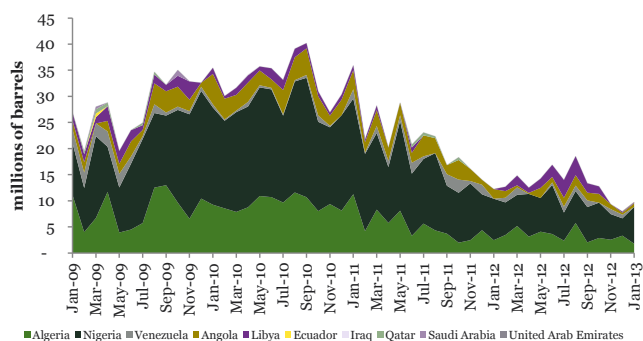


El mercado mundial del crudo ha evolucionado rápidamente durante la última década, siendo el desarrollo del shale oil y crudo tradicional (al cual por motivos de abreviación nos referiremos sólo como 'shale') en los EE. UU el factor más destacado. El desarrollo del shale en EE.UU, que comenzó a principios de la década del 2000, ha aumentado la producción en casi un 70% desde fines de 2010. Esto ha logrado revertir más de tres décadas de disminución de la producción.



Está claro que el resurgimiento de la producción estadounidense ha venido en detrimento de la demanda de crudo de la OPEC. Las exportaciones de crudo *light sweet* argelino y nigeriano a los EE.UU, fueron las que padecieron la demanda de crudo del cártel. Arabia Saudita, el mayor exportador de crudo a nivel mundial, ha reducido sus exportaciones de medio grado a los EE.UU (por más que sus exportaciones de *light sweet* a EE.UU eran- pequeñas en 2009).

**Light Sweet Crude Exports to US  
Select OPEC Countries**

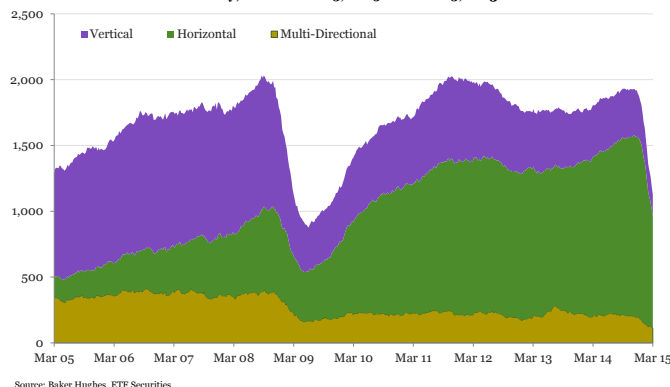


Source: ETF Securities, EIA

La cuota parte de exportación a EE.UU perdida por la OPEC, tiene que encontrar otro destino. El cártel, que ha estado reticente a renunciar a su participación de mercado, no ha recortado la producción a pesar de la caída de los precios. Aunque la guerra de precios parece haber cedido un poco, es probable que los miembros de la OPEC continúen apuntando sus exportaciones hacia los mercados emergentes asiáticos, los cuales representan una fuente de crecimiento para el cártel.

A medida que los precios del crudo permanecen bajo presión, los productores estadounidenses han comenzado a tomar medidas para reducir la producción. A diferencia de los pozos convencionales, que pueden producir a tasas relativamente estables durante un período sostenido de tiempo, los pozos de shale oil y shale gas han logrado una producción extraordinaria durante los primeros años de perforación, a lo que posteriormente les siguió una fuerte caída. Es por ello que las plataformas horizontales utilizadas para la producción tienden a ser pequeñas, móviles y fáciles de conectar y desconectar (en tan poco tiempo como tres semanas). Con la actual prevalencia de los pozos de perforación horizontal en los EE.UU, la producción es mucho más sensible a la variación de los precios de lo que era en el pasado (y de hecho, en comparación a otros países). Desde septiembre de 2014, los pozos de perforación se han reducido en un récord de 42%. Aunque parte de esta tendencia ha estado influenciada por la continua mejora de la tecnología que ha reducido la necesidad de tener que recurrir a tantas plataformas, está claro que muchas de ellas están siendo desactivadas debido a los bajos precios del crudo.

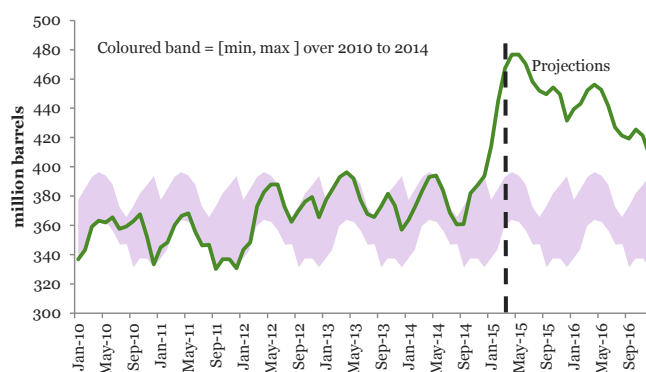
**US Rig Count by Type**  
Weekly, From March 13, 2005 to March 13, 2015



Source: Baker Hughes, ETF Securities

A pesar de que muchas plataformas están siendo desactivadas, los inventarios de crudo estadounidense han continuado aumentando, lo que resalta el rezago entre las intenciones de producción y los niveles actuales. En estos momentos los inventarios de crudo estadounidense yacen en récords históricos.

**US Crude Oil Inventories are Still Rising**



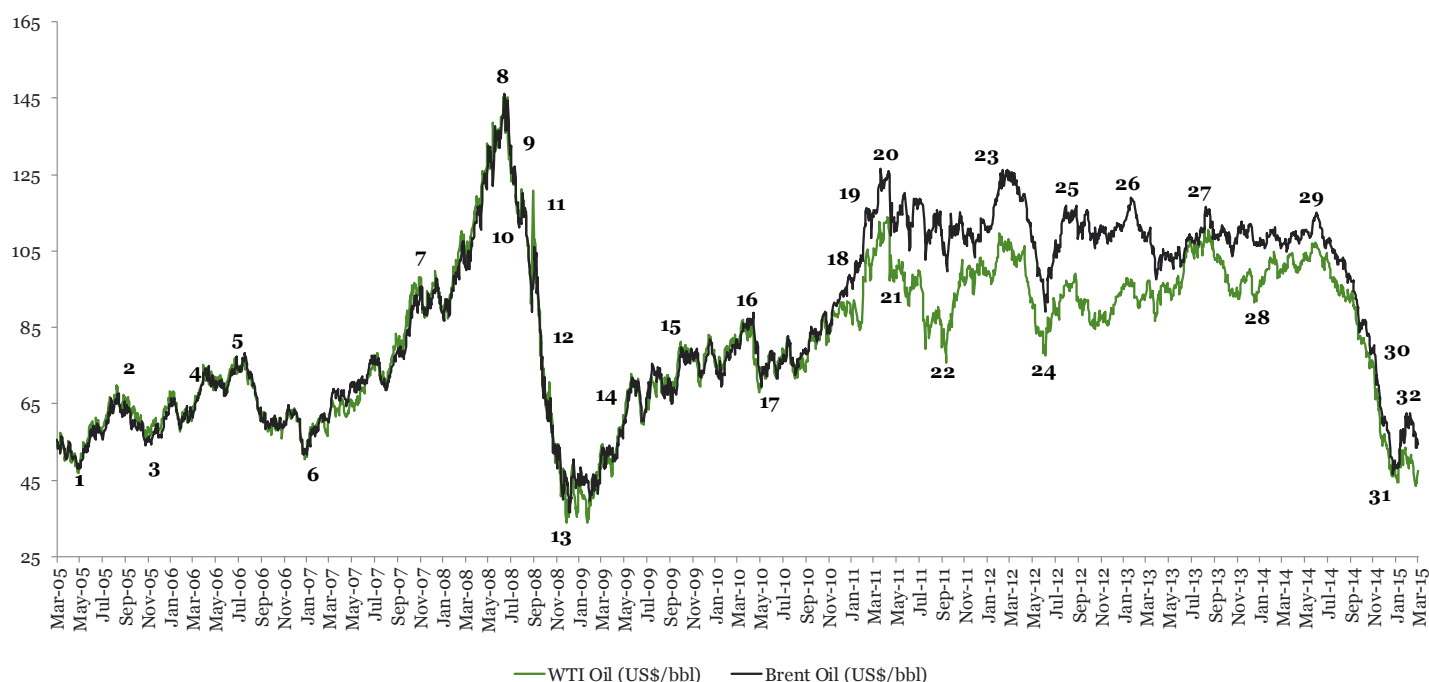
Source: EIA, ETF Securities

A corto plazo, la posibilidad de que se agote la capacidad de almacenamiento en los EE.UU podría afectar a los precios del WTI. Muchos traders han estado almacenando crudo y esperando a que se aprecie. Esto ha permitido la formación de un suelo en los futuros vigentes debido a que ese inventario ha permanecido retirado del mercado. En caso de que se agote la capacidad de almacenamiento, los precios podrían volver a caer antes de recuperarse.

De hecho, creemos que el cierre sostenido de las plataformas de crudo reducirá temporalmente la producción de crudo estadounidense, lo que es compartido por la Administración de Información Energética del EE.UU. Esto podría dar lugar a una apreciación a medio plazo.



## El crudo durante el período 2005- 2015



Source: Bloomberg, ETF Securities

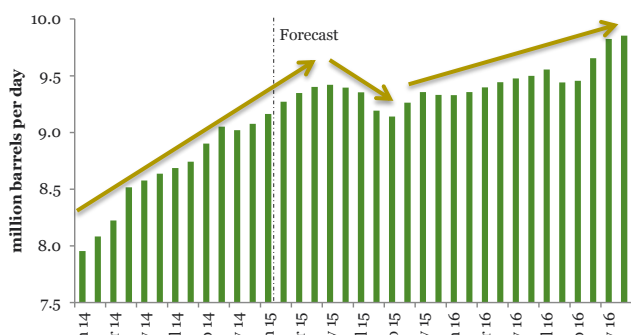
- 1 El secretario general de la OPEC declara que la demanda del cuarto trimestre se alineará con el aumento de la producción.
- 2 El huracán Katrina detiene la producción en el Golfo de México.
- 3 Las compañías del Golfo De México reanudan la producción y aumentan los inventarios de gas natural, atenuando las preocupaciones sobre insuficiencia de combustible para el invierno.
- 4 El presidente George Bush declara que "todas las opciones están sobre la mesa" para evitar que Irán desarrolle armas de destrucción masiva.
- 5 Escalamiento del conflicto entre Hezbolá y el ejército israelí.
- 6 Oferta excesiva en los EE.UU tras invierno moderado.
- 7 El dólar cae tras especulación respecto a un nuevo recorte de tasas por parte de la Fed del 4.50% al 4.25%.  
Los aviones de guerra israelí sobrevuelan Iraq, alimentando la especulación de un ataque aéreo sobre Irán. El dólar avienta su declive debido a los temores de que el gobierno estadounidense se vea obligado a rescatar a Fannie Mae y Freddie Mac.
- 8 Se estima que la tormenta tropical Dolly no afectaría a las plataformas de crudo en el Golfo de México.
- 9 Fannie Mae y Freddy Mac pasan a estar bajo la supervisión estatal.
- 10 Los operadores corren a cerrar el contrato de octubre sobre WTI durante el último día de trading mientras el dólar se debilita frente al euro.
- 11 Crecen las preocupaciones respecto a la disminución de la demanda de combustible en el mundo.
- 12 La OPEC se reúne para tratar el tema de la caída del crudo, anunciando el recorte de la producción a los 24.8 millones de barriles diarios.
- 13 La OPEC mantiene el objetivo de producción. La AIE informa que los inventarios de crudo estadounidenses cayeron en 5 millones de barriles diarios, siendo su mayor declive desde septiembre de 2008.
- 14 El EUR/USD cae por debajo del 1.50 por primera vez desde agosto de 2008 y los inventarios de gasolina caen más de lo esperado.
- 15 El sector manufacturero estadounidense crece a su mayor tasa desde 2004 (con el ISM ubicándose en los 60.4 puntos).
- 16 La crisis de deuda europea impulsa el fortalecimiento del dólar mientras crecen los temores de que Grecia contagie a la región.
- 17 El diferencial de precio entre el barril Brent y WTI asciende a los \$19.54 debido a la escalada de tensión en Medio Oriente mientras crecen los inventarios en Cushing.
- 18 Se teme que la crisis de Libia se expanda a otras partes de África del Norte mientras la escalada de tensiones en Medio Oriente no cesa.
- 19 La OTAN destruye los tanques del gobierno libio; el caos genera violencia en Egipto y Túnez.
- 20 Muere Osama Bin Laden.
- 21 Indicios de desaceleración económica en China, EE.UU y Alemania. El peor trimestre desde 2008.
- 22 Se implementan sanciones contra Irán. EE.UU y Alemania registran la mayor seguidilla de resultados económicos positivos desde 2010.
- 23

Crisis  
financiera en  
EE.UU

Primavera  
árabe

- Inicio en Bruselas de la cumbre de dos días sobre la crisis europea de deuda, tratándose especialmente los temas económicos relacionados a España e Italia. En EE.UU, las peticiones por subsidio de desempleo se ubican cerca de sus máximos históricos a principios de enero.
- La confianza del consumidor estadounidense mejora y aumentan las tensiones en Medio Oriente entre Israel y Hezbolá. El diferencial de precio entre el barril Brent y WTI asciende a los \$23.18. En ese entonces se había expandido la voz de que la OPEC habría disminuido la cantidad de envíos manteniendo ajustado el nivel de oferta en los mercados internacionales.
- El conflicto en Siria impulsa las potencias de Occidente a prepararse para intervenir tras la presunta utilización de armas químicas por el presidente Assad.
- Crece la producción de crudo estadounidense y los inventarios de productos derivados del petróleo.
- Aumentan las tensiones geopolíticas tras la invasión de Rusia a Crimea y la escalada de violencia en Iraq. La OPEC se resiste a recortar la producción en la reunión de noviembre. Los ministros del cártel reconocen que existe una guerra de precios entre los productores de shale estadounidense y los productores de crudo de la OPEC y de crudo tradicional.
- La OPEC reduce la demanda global de su crudo en 100.000 barriles para 2016. El cártel continúa produciendo por encima de su cuota objetivo por séptimo mes consecutivo y los inventarios de crudo estadounidenses ascienden a niveles récord.
- Rápida disminución de las plataformas de crudo en Baker Hughes (al menor nivel desde 2011) y los productores de crudo y gas anuncian el recorte del gasto de capital a futuro

US Crude Oil Production: A Dip Before a Bounce



Source: ETF Securities, EIA

La pregunta es cómo la OPEC responderá cuando EE.UU comience a reducir su producción en el momento en el que el cártel se reúna en junio, tras el anuncio de Arabia Saudita de cobrarle más caro a sus clientes asiáticos. Aunque las decisiones del organismo son cada vez más difíciles de predecir debido a que su accionar ya no concuerda con sus objetivos establecidos y las relaciones entre sus miembros han sufrido importantes roces, creemos que el grupo considerará apropiado realizar una pequeña reducción de la producción debido a que la demanda internacional responde a precios más bajos. De hecho, es probable que EE.UU reanude rápidamente su producción apenas rebote el precio. Esto hace suponer que sea improbable que haya un recorte de producción significativo, ya que en el medio se espera que EE.UU reduzca su producción de manera más significativa.

Es probable que los precios continúen respondiendo a los eventos geopolíticos, tal como lo han hecho en el pasado (véase el cuadro inferior). Aunque estos acontecimientos son difíciles de predecir, cualquier deterioro en las relaciones entre Arabia Saudita y Yemen, podrían impulsar al alza a los precios. Al mismo tiempo, la flexibilización de

las sanciones contra Irán podría presionar a la baja a los precios.

Esperamos que a fin de año el precio del WTI alcance los \$55/bbl y el Brent los \$65/bbl. De todos modos a corto plazo, los precios podrían seguir cayendo debido a las preocupaciones en torno a la capacidad de almacenamiento.

## Gas natural: la demanda estacional llega a su fin

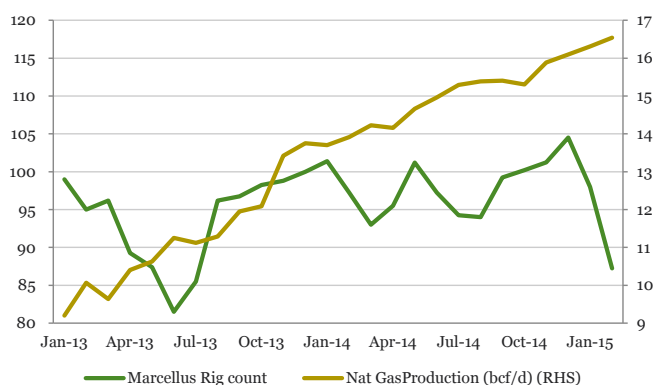
A medida que nos acercamos al final de la actual temporada de consumo de calefacción, el precio del gas natural estadounidense se negocia a la tercera parte de lo que lo hacía en noviembre de 2014. El precio ha sido castigado de manera similar al crudo, como consecuencia del aumento exponencial de la producción de shale y los temores sobre una oferta excesiva. El gas natural no ha podido levantar mucha cabeza, ya que el efecto del reciente clima frío durante la temporada de consumo de calefacción, se vio anulado por la mayor eficiencia obtenida por las plataformas de perforación y los fuertes niveles de importaciones canadienses. Para el segundo trimestre de 2015, el precio del gas natural estadounidense presenta perspectivas bajas, a medida que culmina la demanda estacional de calefacción y el crecimiento de la producción recompone rápidamente los inventarios.

Abril promete ser un mes volátil para los precios del gas natural, a medida que los inversores intentan descontar el impacto de las primeras inyecciones dentro del almacenamiento subterráneo, lo que marca el final del invierno y de la demanda de calefacción. Solamente durante las últimas tres semanas, el precio ha caído 6%, lo que representa el final del invierno. En comparación a

un año atrás, el vórtice polar redujo los inventarios de gas estadounidense al nivel más bajo desde 2003 (822bcf), siendo un 45% menores al promedio de cinco años de ese entonces. Más importante aún es lo que sucedió posteriormente, ya que los inventarios de gas natural aumentaron a su tasa más rápida en más de doce años. La acumulación fue respaldada por la producción de shale estadounidense, que durante el período promedió los 41bcf/d. En comparación, los actuales inventarios son un 12% menores al promedio de cinco años, mientras que la producción de shale gas ha crecido un 12% a 46bcf/d. Dado que ahora ha comenzado la temporada de inyección, es probable que el precio del gas natural comience a estar bajo presión debido a sus perspectivas fundamentales bajistas.

Creemos que la producción continuará creciendo hasta el segundo semestre del año, respaldada principalmente por la mayor eficiencia de las plataformas de perforación y el avance de los proyectos diseñados para aliviar el cuello de botella formado por la oferta de gas de la cuenca de los Apalaches del noreste. En respuesta a los bajos precios, los productores se han concentrado en la aplicación de técnicas como el fraccionamiento hidráulico y de alto grado para reducir costes y mantener los niveles de producción.

Marcellus Shale Gas Production Increases



Esto ha permitido a los productores mantener la producción, mientras utilizan menos plataformas de perforación (un ejemplo es la formación de Marcellus, la cual comprende el 36% de la producción de shale gas estadounidense). La producción en febrero ha aumentado un 19%, mientras que la cantidad total de plataformas de perforación en la región es un 10% menor a la de un año atrás. Asimismo, la red de tuberías del noreste se ha expandido desde comienzos de 2014 para mejorar la capacidad de extracción, con los proyectos focalizándose sobre la construcción de nuevas tuberías y la modificación de las existentes

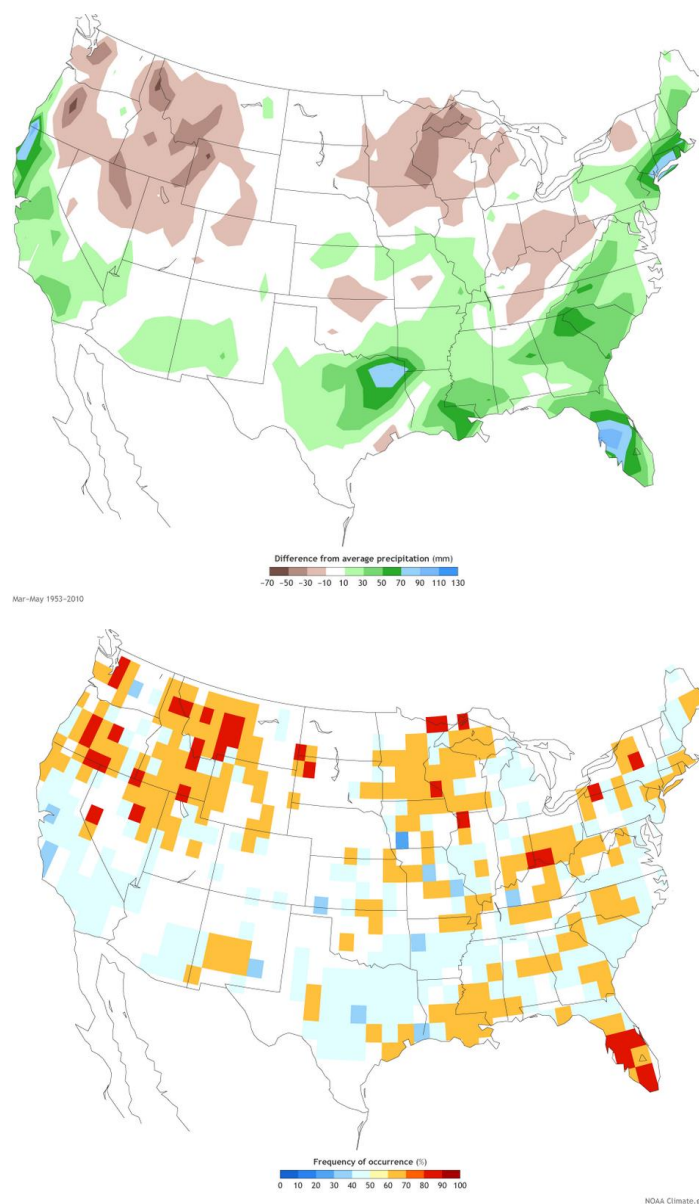
para posibilitar el flujo bidireccional de gas hacia y desde el noreste. Esto debería acotar los beneficios durante los próximos meses, siendo improbable que el precio alcance los \$2.8/MMBtu hasta que se reanuda la demanda pos verano.

## AGRICULTURA

### El Niño: ¿vendrá a fin de año?

En los EE.UU, la Administración Atmosférica y Oceánica Nacional ha declarado que actualmente estamos bajo el efecto de El Niño. Generalmente El Niño genera un efecto de sequía en algunas partes y en otros niveles de precipitación más pronunciados, variando la intensidad de cualquiera de ellos dependiendo del país (véase la próxima figura).

#### Patrones históricos de precipitaciones de El Niño del período marzo-mayo

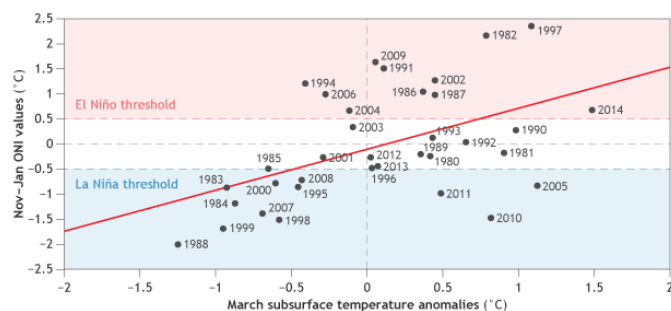


Fuente: NOAA. La diferencia de la precipitación promedio (tope) y cuán asidua es la anomalía ocurrida (inferior) durante diez años de El Niño entre 1953 y 2010.

Sin embargo, estas condiciones son extremadamente débiles y la probabilidad de que El Niño dure hasta el verano boreal es de solamente 50-60% de acuerdo a la NOAA. Asimismo hemos atravesado otra temporada sin que El Niño haya entrado en efecto verdaderamente. No esperamos que las condiciones de El Niño afecten las cosechas y sería inusual que se constata cualquier efecto atmosférico más pronunciado como consecuencias de las elevadas temperaturas del mar durante la primavera.

Aunque lo anterior no implica que se descarte el desarrollo de El Niño más adelante en el año, la habilidad de los meteorólogos para predecir sobre el hemisferio norte sigue siendo limitada. Dicho lo anterior, es importante mantener a El Niño en el radar dado que generalmente existe una correlación positiva entre la temperatura elevada de la sub-superficie del mar en marzo y las condiciones de El Niño que se desarrollan entre noviembre y enero (un período donde es más probable que haya un impacto sobre las cosechas). A fines de marzo las anomalías de la sub-superficie habían alcanzado un nivel de 1.5, lo que favorece la posibilidad de que entre en efecto El Niño más adelante en el año en caso que la correlación se mantenga. Sin embargo, no existe una relación causal entre las temperaturas de hoy en día de El Niño y las previstas para más adelante en el año, mientras que el diferencial del mejor ajuste (*best-fit*) sigue siendo amplio.

#### Utilizando las temperaturas de la sub-superficie del mar para predecir El Niño más adelante en el año



Fuente: NOAA

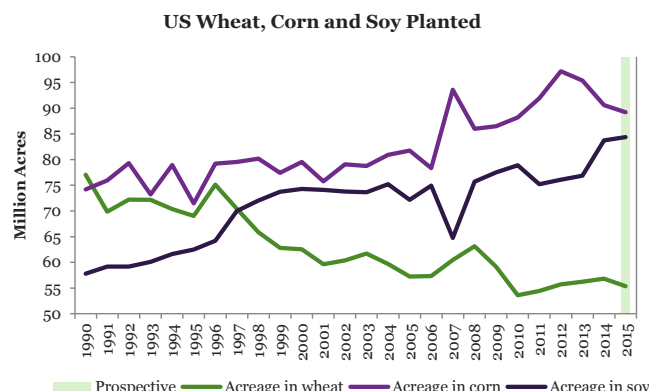
Los valores de invierno (noviembre-enero) del Oceanic Niño Index (ONI; eje vertical) se comparan con las anomalías de la temperatura de la sub-superficie. Cada punto representa el valor para un año específico (1980-2014) correspondiente a marzo y noviembre-diciembre. El ONI es un índice ENSO utilizado para establecer los estados de El Niño y La Niña, que están marcados en rojo y azul (aclaración: existen otros). La línea roja fuerte está basada en la regresión lineal de los mínimos cuadrados.

### Granos: es probable que la oferta de maíz y trigo se reduzca en la nueva temporada de plantación

Tras la fuerte cosecha del año pasado, los agricultores estadounidenses buscan reducir la plantación de maíz y trigo. La encuesta de la USDA

apunta a una caída de la plantación de maíz al nivel más bajo en cinco años.

Dado que las condiciones de clima casi perfectas del año pasado contribuyeron a un sólido rendimiento, dudamos que la producción de maíz y trigo se equiparen este año. Es por ello que la menor plantación debería respaldar a los precios del maíz y el trigo. En el caso de la soja, veremos un aumento de la plantación en los EE.UU., lo que aumenta el superávit generado por los fuertes rendimientos en Sudamérica.



Source: ETF Securities, Bloomberg

### Las materias primas agrícolas: víctimas de las guerras de divisas

El café de arábica ha caído más de un 60% desde mediados de octubre de 2014. Aunque en 2014 se valorizó de manera excesiva debido a la sequía de Brasil en ese entonces, el reciente desplome de su precio también parece excesivo. De hecho en 2014, la sequía, que había durado hasta febrero de 2015, había afectado a las plantaciones de café, amenazando generar un rendimiento pobre para 2015. Esto no ha cambiado a pesar de las recientes precipitaciones en Brasil. La nación carioca produce cerca del 45% del café de arábica mundial, lo que la convierte en la principal influyente sobre su precio.

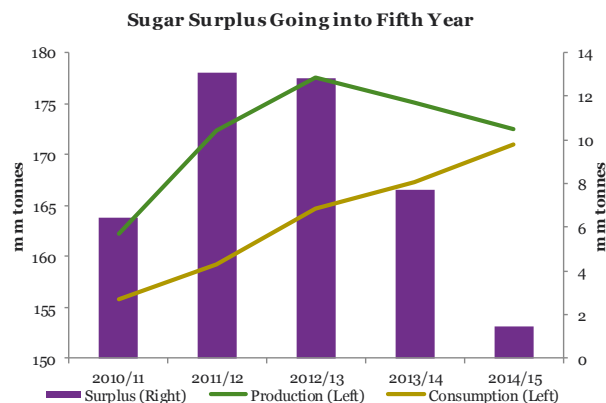
Aunque la devaluación del real brasileño ha impulsado a los productores a reducir el inventario existente, manteniendo por el momento bien suplido al mercado, un déficit de oferta por segundo año consecutivo de café de arábica debería generar cierta escasez más adelante en el año. El real brasileño se ha depreciado más de un 40% y caído a su nivel más bajo frente al dólar en catorce años, lo que resalta cuán inusual es la situación. Sin embargo los inventarios de café no son ilimitados, lo que proporciona un suelo a su precio.



El posicionamiento corto especulativo del café de arábica ha crecido fuertemente y creemos que el mercado sucumbirá en un cierre de cortos una vez que se atenúen las precipitaciones y se establezca el real.



El azúcar también ha sido afectado por la devaluación del real. Brasil produce aproximadamente un 25% de la oferta mundial de azúcar moreno. Las recientes precipitaciones también han generado condiciones de crecimiento favorables durante la cosecha de este año. Sin embargo, a diferencia del café, no esperamos que los precios del azúcar se recuperen rápidamente por más que se establezca el real brasileño. Es probable que el mercado global del azúcar cierre con un superávit de oferta por quinto año consecutivo. India ha respaldado a sus molineros de azúcar proporcionándoles un subsidio para exportar 1.4 millones de toneladas de azúcar, lo que amenaza con aumentar aún más la oferta internacional. Y por último la producción de etanol en Brasil, considerado una fuente clave para la demanda de caña de azúcar, probablemente continúe reducida debido a las incertidumbres económicas y políticas del país y los bajos precios del crudo. Con la producción de etanol requiriendo menos caña, es probable que el precio de la caña de azúcar caiga, lo que disminuiría el coste de producción del azúcar.



**Por favor diríjase a la próxima página para leer acerca de las perspectivas del mercado de divisas durante el segundo trimestre de 2015**

## DIVISAS

### Resumen

La implementación generalizada de las tasas de interés negativas –sea las de referencia o las de depósitos– como una herramienta de política monetaria en Europa, ha provocado una devaluación de casi todas las divisas del G10 frente al billete verde. Éstas han estado influenciadas por las políticas monetarias de los bancos centrales y las divergencias esperadas entre ellas, a medida que la recuperación entre las economías desarrolladas se da a diferentes grados. Esperamos que esta tendencia continúe durante el próximo trimestre.

Aunque a corto plazo esperamos que el USD consolide sus recientes ganancias, contemplamos que a largo reanude su avance, con el euro y el yen registrando un menor rendimiento. Es probable que estas últimas dos permanezcan bajo presión debido al compromiso del BCE y el Banco de Japón, a adoptar programas de flexibilización agresivos y por las inyecciones de liquidez realizadas por ambas entidades. Es que al menos hasta 2016, no se prevé que estos bancos centrales adopten ninguna medida restrictiva.

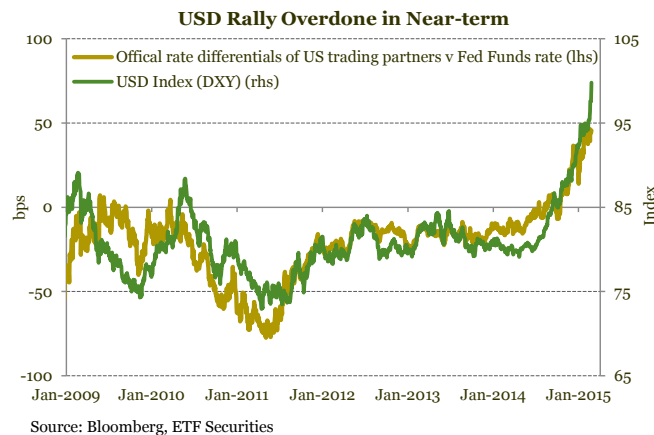
### USD: todo gira en torno a la Fed

El Índice del USD registró en marzo su mayor nivel en doce años y su nivel de posicionamiento largo especulativo alcanzó niveles récord, lo que lo deja en un terreno muy sobrevalorado. Su avance ha estado influenciado por el buen andar económico de EE.UU. y las expectativas de los inversores respecto a una subida de tasas por parte de la Fed, lo que contrasta considerablemente con las políticas de otros bancos centrales.

A pesar de haber dejado de utilizar el tan publicitado calificativo de “paciente” para referirse a la normalización de su política, la Fed se mantiene pragmática. De hecho, en términos económicos nada ha cambiado prácticamente. Mientras tanto, los niveles salariales siguen sin despegar y el gasto de los hogares se ha moderado recientemente. Por más que haya mejorado la actividad económica, las variables de inflación han comenzado a contraerse. Como resultado, sentimos que el USD podría tener margen para atravesar una corrección moderada.

Aunque hoy en día los mercados esperan que la Fed suba las tasas alrededor de septiembre, creemos que los mercados del USD han descontado esta posibilidad. Con el Índice del USD que ha despegado su avance del diferencial de tasas de

interés, el dólar esté proclive a corregirse o consolidarse a corto plazo. El motivo de esto último, podría ser por el hecho de que comience a haber una posición más cautelosa a nivel general tras el resultado no del todo convincente del mercado laboral en marzo.



### Euro: más vale tarde que nunca

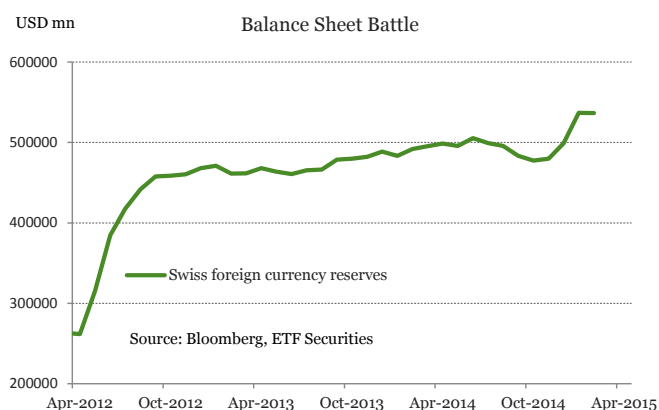
Con el BCE llevando la delantera respecto a la guerra de divisas del G10, no sorprende la caída del euro en 2015. El contexto económico de fondo sigue siendo fragmentado y a pesar de que es probable que la actividad económica se recupere gracias a los precios del crudo y las bajas o negativas tasas de interés, la recuperación será lenta. Su mercado laboral prácticamente no ha mejorado, lo que hace que el consumo permanezca débil. Aunque los inversores han descontado en casi todos los mercados del euro el impacto inicial del programa de flexibilización (QE) del BCE, el factor clave que será determinante para la evolución del euro a largo plazo, será la duración del QE y esto depende de cómo se desarrolle la inflación. En cambio, si el QE es capaz de estimular la demanda, entonces el euro podría comenzar a construir un suelo a fines de 2016.

Esperamos que la paridad en el EUR/USD, si ocurre, se dé mucho más adelante y como consecuencia de que la Fed inicie su ciclo restrictivo de política monetaria. Sin embargo, creemos que el actual estímulo del BCE impulsará una recuperación, aunque a un ritmo muy gradual y de manera tardía –cinco años después de la crisis financiera internacional-. Esperamos que el euro retroceda hacia los 1.05 dólares mientras el mercado completa el descuento de la subida de tasas en los EE.UU.

Central Bank	Official Rate
Swiss National Bank	-0.75
Riksbank	-0.10
European Central Bank	0.05
Bank of Japan	0.10
US Federal Reserve	0.11
Bank of England	0.50
Bank of Canada	0.75
Norges Bank	1.25
Reserve Bank of Australia	2.25
Reserve Bank of New Zealand	3.50

## CHF: Sorpresa Sorpresa

Aunque el BCE y el BoJ son los que llevan la posta de la guerra de divisas, ha habido algunas víctimas en el camino. El Banco Nacional de Suiza perdió su batalla contra el mercado, a medida que el QE del BCE amenazó con abrumar sus recursos. A pesar de la eliminación del suelo con el euro, el Banco Nacional de Suiza (SNB) espera recortar aún más las tasas de interés para lograr corregir la sobrevaloración de su moneda. De hecho, el SNB espera que las tasas de financiación a corto plazo sean significativamente negativas hasta que la inflación vuelva a aumentar en 2017. Las tasas de interés negativas son un claro disuasivo para que los bancos se queden con el efectivo en mano. Con las tasas de referencia más bajas del mundo, el CHF ha perdido hace tiempo su atractivo como divisa refugio.



La economía suiza yace muy vulnerable a contraerse a medida que comienza a sentir el efecto adverso del gran fortalecimiento de su divisa. Es por ello que esperamos que dicho fortalecimiento comience a atenuarse a medida que las economías vecinas empiezan a recuperarse y su economía doméstica a deteriorarse.

Hacia el segundo trimestre de 2015, contemplamos la posibilidad de que el EUR/CHF se recupere hacia

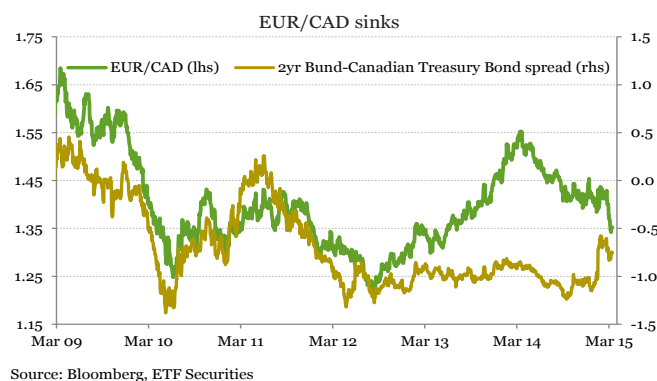
el nivel del 1.10. Aunque el SNB prevé seguir activo en los mercados de divisas, creemos que es improbable que el EUR/CHF recupere el suelo del 1.20 en 2015 a menos que tome medidas más concretas.

## CAD: empujado en ambas direcciones

Tal como anticipamos, el dólar canadiense se ha fortalecido frente al euro y se alinea más con el diferencial de tasas de interés. Esperamos que continúe fortaleciéndose durante el segundo trimestre, a medida que el respaldo del sector externo compensa la caída de la actividad provocada parcialmente por el sector energético. El Banco de Canadá (BoC) ha estado más abierto a recortar las tasas de interés, debido al efecto que el precio más bajo del crudo ha tenido sobre la economía. Asimismo espera que los recientes recortes hayan estabilizado las perspectivas de inflación. Creemos que los beneficios de un barril de crudo más barato sobre el consumo, permitirán al BoC mantener su actual política monetaria sin tener que seguir flexibilizando.

La economía canadiense se beneficia de manera doble por el hecho de que buena parte de sus exportaciones se dirigen al mercado estadounidense. Es que a medida que la economía estadounidense mejora, los volúmenes de exportación deberían de aumentar. Además, el dólar se negocia por encima de sus niveles históricos, lo que aumenta la competitividad sobre las exportaciones canadienses y le proporciona a su sector externo un mayor ímpetu; a la vez se encarece el valor de las importaciones, lo que estimula el consumo de bienes nacionales.

Anticipamos que a medida que el mercado digiere mejor el próximo movimiento al alza de las tasas de interés en Canadá, la política monetaria progresivamente dejará de ser el principal factor influyente en el CAD durante los próximos meses. A medida que se recuperan los precios del crudo, el CAD adquirirá un ímpetu mayor.

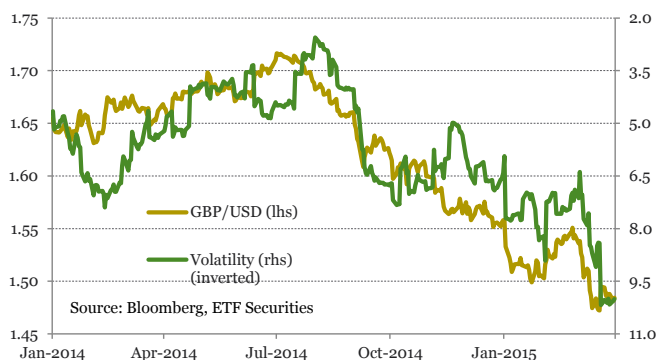


## GBP: lento y firme

La libra esterlina (GBP) ha sido la moneda europea más beneficiada por la política acomodaticia de los bancos centrales y se ha fortalecido considerablemente a medida que el BCE se ha visto obligado a compensar las fuerzas deflacionarias. La apreciación de GBP se da en momentos donde los inversores dejaron atrás las fuertes expectativas respecto a la posibilidad de que el Banco de Inglaterra (BoE) aumente los intereses en 2015. Los miembros más conservadores del Comité de Política Monetaria del BoE se han relajado a medida que los bajos precios del petróleo y la débil actividad económica han llevado la inflación a cero por primera vez en la historia. Sorprendentemente, la inversión corporativa no ha acompañado la recuperación económica del Reino Unido, debido al recorte de gastos del sector energético. De todos modos, esperamos que la economía continúe recuperándose mientras la confianza del consumidor y los niveles de ventas minoristas son los mejores en diez años. Aunque esperamos que el GBP se estabilice frente al USD, contemplamos un escenario más promisorio frente al euro a medio plazo, a pesar de cualquier contramarcha que padezca a causa de los próximos comicios electorales.

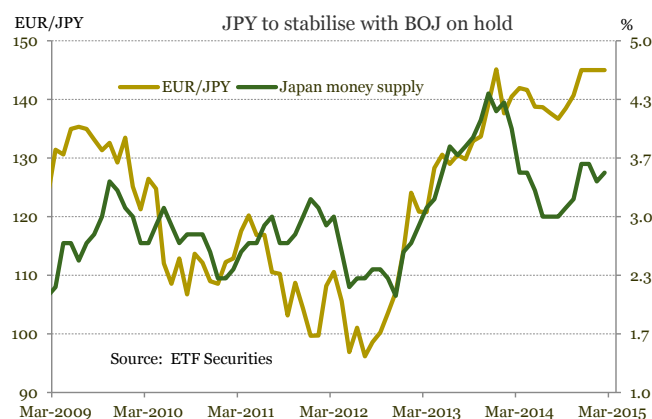
El gran riesgo que el GBP enfrenta es la incertidumbre respecto a las elecciones. Es probable que continúe volátil durante los próximos meses, ya que al no haber un claro favorito para las mismas y al aumentar la popularidad de los partidos que cuestionan las políticas europeas, podría llevar a los inversores a cuestionarse el actual compromiso del gobierno británico respecto a la prudencia del gasto. El incremento de la volatilidad amenaza la actual fortaleza de la esterlina frente al euro, pudiendo caer aún más ante el dólar.

GBP lower on rising volatility



## JPY: lento y firme

Los recientes anuncios del Banco de Japón (BoJ) sugieren que la entidad está conforme tanto con el progreso realizado en materia económica y la actual política monetaria. Ante esto, no esperamos ningún movimiento significativo sobre el mercado del yen. Contemplamos que la recuperación económica sea lenta y firme y que su programa de flexibilización monetaria mantenga su tasa de expansión actual.



Aparentemente estarían apareciendo los primeros indicios de un crecimiento de los niveles salariales, lo que ayuda a que la inflación se estabilice alrededor del objetivo del BoJ del 2%. A pesar de que la evolución del sector industrial ha tenido algún que otro vaivén, las encuestas corporativas sugieren que el optimismo está mejorando en el sector manufacturero. Sobre el USD/JPY, contemplamos una apreciación hacia fin de año hacia los 125 yenes por dólar.

## SEK: pionero en tasas negativas

En otras partes de Europa, la combinación del QE con bajas tasas de interés, también ha sido aplicada por el Riksbank para contrarrestar la apreciación de la corona sueca y disminuir la amenaza deflacionaria. A pesar del crecimiento económico obtenido en 2014, la inflación en febrero de 2015 se mantuvo apenas por encima del 0%, lo que la deja muy alejada del objetivo del 2% establecido por el central. Asimismo, mientras el gasto de los hogares continúa mejorando, la producción industrial sigue teniendo dificultades en lo que va del año.

El banco central sueco fue el pionero en la implementación de tasas de depósito negativas y esperamos que la corona permanezca bajo presión frente al euro, a medida que la economía sueca mantiene su dependencia sobre el contexto económico exterior. En febrero de 2015, posteriormente a haber recortado la tasa de



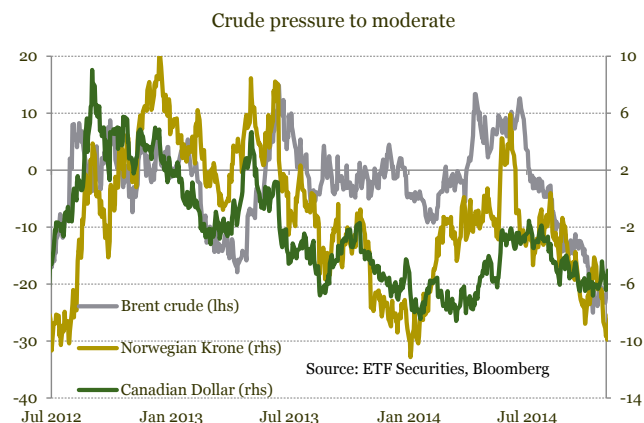
depósito a niveles negativos, el Riksbank también redujo por primera vez la tasa de referencia a niveles negativos.

Esperamos que la corona sueca permanezca bajo presión en los principales mercados de divisas hasta que aparezcan claros indicios de que la inflación esté aumentando de manera sostenible y mejore la demanda externa. Lo que es cierto, es que la posición comprometida del central sueco seguirá generando un efecto devaluatorio sobre el SEK debido a que ha anunciado que está *'listo para expandir aún más la política monetaria'*. Sobre el EUR/SEK contemplamos una apreciación a medio plazo, apuntando a fin de año hacia el 9.25.

## NOK: se atenúa el efecto negativo del crudo

Mientras tanto, su vecino noruego tampoco tiene demasiado para festejar. Es que la corona noruega permanece bajo presión debido a las dificultades que el precio del crudo continúa teniendo debido a la oferta excesiva en el mundo. La ya de por sí presión bajista que los bancos centrales ejercen sobre las divisas que mantienen una exposición muy apalancada a las materias primas, como el AUD, CAD, NOK y NZD, se ha pronunciado por los bajos precios de este sector en sí. Sin embargo, esperamos que la mejora de las perspectivas de las materias primas reduzca la presión sobre estas divisas durante el segundo semestre de 2015.

una mayor estabilización sobre las divisas relacionadas al sector energético, especialmente el NOK y CAD, debido a la gran correlación que mantienen con los precios del crudo.

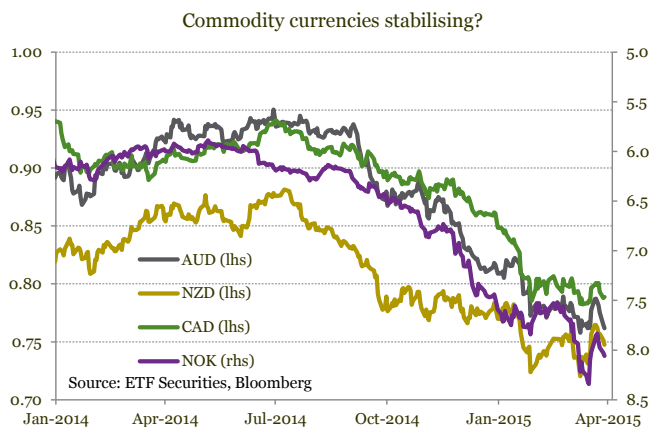


## AUD: procesando un Aussie más bajo

El dólar australiano continúa atrapado por debajo de los 0.80 dólares y parecería que careciera del sustento como para recuperar de manera sostenible este nivel a corto plazo. Los diferenciales de tasas de interés y los términos de intercambio continúan siendo los principales factores que influyen sobre el Aussie y es probable que continúe bajo presión durante los próximos meses.

Con su política acomodaticia, el Banco de la Reserva de Australia (RBA) se ve bastante decidido a respaldar a la economía en general más allá del sector minero, presionando al AUD a través la retórica de la sobrevaloración de la divisa. En marzo, el dólar australiano cayó a su nivel más bajo en casi seis años y recientemente alcanzó el nivel de paridad frente al dólar neozelandés. Aunque el interés que ofrece el Aussie es el mayor después que el del neozelandés dentro del grupo del G10, parecería que se viene un nuevo recorte. Sin embargo, el RBA mantendrá su posición cautelosa sobre su política monetaria y parecería estar apuntando a una tasa más alta, lo que contrasta con las expectativas de recorte por parte de los inversores.

Mientras tanto, a pesar de la estabilización de la economía china, el AUD continúa susceptible a la percepción que los inversores mantienen sobre el crecimiento chino. Al estar la evolución del Aussie asociada a los términos de intercambio, le genera una mayor presión bajista siempre y cuando los precios de las materias primas, particularmente a aquellas de peso como el carbón y los minerales de hierro, continúen deprimidas. Esperamos que el AUD retroceda gradualmente hacia los 0.75 USD durante el próximo trimestre.



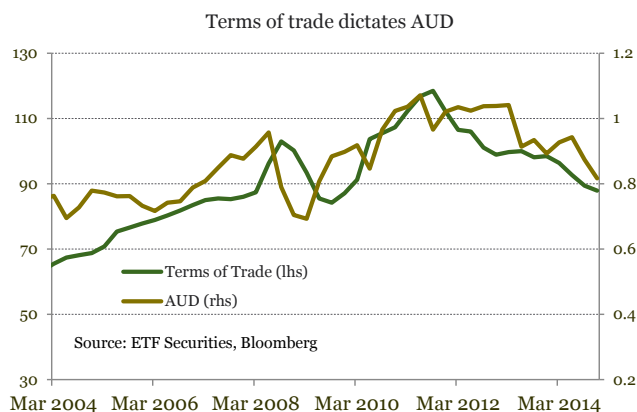
En lo que va de 2015, las divisas expuestas al sector energético como el NOK, han sido muy golpeadas por los precios más bajos del crudo. Mirando hacia la segunda mitad del año, esperamos que los precios de las materias primas, en especial los del crudo, respondan al aumento de la demanda a medida que comienzan a atenuarse las expectativas sobre los niveles de oferta excesivos. Una vez que los inversores vuelven a priorizar las variables fundamentales de las materias primas, esperamos

## Kiwi: ¿injustificablemente elevado?

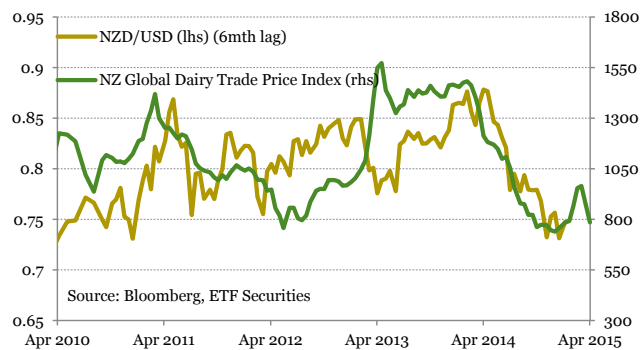
El Banco de la Reserva de Nueva Zelanda (RBNZ) argumenta que a pesar del fortalecimiento subyacente de la economía, su divisa permanece 'injustificablemente elevada'.

Tanto los hogares como la inversión empresarial han crecido fuertemente, lo que ha permitido a la economía neozelandesa expandirse en el cuarto trimestre de 2014, su mayor nivel desde 2006. A pesar de ello, el NZD ha perdido valor, cayendo en marzo de 2015 a su nivel más bajo en cuatro años.

Sin embargo, el RBNZ continúa de algún modo preocupado respecto a los riesgos a los que el sector de lácteos está expuesto, debido a las sequías sobre algunas regiones de la Isla del Sur e inclusive, algunas en la Isla del Norte. Nueva Zelanda es el mayor exportador de lácteos, los cuales representan casi un 40% del valor total de lo exportado en 2014. Es por ello que el NZD está muy ligado a la evolución de este sector.



Dairy focus for NZD



De todos modos, las expectativas inflacionarias continúan siendo bajas debido a la caída del crudo y de los precios de los lácteos. Se espera que el mercado inmobiliario atenúe lo anterior mientras se contempla un crecimiento gradual hacia el objetivo inflacionario del banco central. Sin embargo, es probable que éste no sea significativo, lo cual viene en línea con lo que sucede en el resto de los países del G10.

## Important Information

### General

This communication has been provided by ETF Securities (UK) Limited ("ETFS UK") which is authorised and regulated by the United Kingdom Financial Services Authority. When being made within Italy, this communication is for the exclusive use of the "qualified investors" and its circulation among the public is prohibited.

This document 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 document nor any copy hereof should be taken, transmitted or distributed (directly or indirectly) into the United States.

This document may contain independent market commentary prepared by ETFS UK based on publicly available information. ETFS UK does not warrant or guarantee the accuracy or correctness of any information contained herein and any opinions related to product or market activity may change. 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.

The information contained in this communication 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.

ETFS UK is required by the United Kingdom Financial Services Authority ("FSA") 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.



The  
intelligent  
alternative

ETF Securities (UK) Limited  
3 Lombard Street  
London  
EC3V 9AA  
United Kingdom

t +44 (0)207 448 4330  
f +44 (0)207 448 4366  
e [info@etfsecurities.com](mailto:info@etfsecurities.com)  
w [etfsecurities.com](http://etfsecurities.com)