

James Butterfill
Head of Research & Investment Strategy

Martin Arnold
FX & Macro Strategist

Edith Southammakosane
Multi-Asset Strategist

Nitesh Shah
Commodities Strategist

Maxwell Gold
Investment Strategy

Morgane Delledonne
Fixed Income Strategist

Michael Wang
Equity Strategist

La Big Picture

Perspectivas divisas 2017.
Página 2

Perspectivas del platino: el oro y el ZAR continúan siendo clave en su precio. Página 4

Improbable un "Taper Tantrum" 2.0.
Página 6

Sector tecnológico: crecimiento estructural a valoraciones atractivas. Página 8

Los bonos atados a la inflación mejoran el desempeño de una cartera ajustada por riesgo.
Página 10

Mirando donde nadie ve

El aumento de los tipos de interés deja al descubierto las vulnerabilidades. Página 12

Poca integridad entre los miembros de la OPEC. Página 14

La oferta de metales podría reducirse debido a las preocupaciones ambientalistas más acentuadas. Página 16

Sustentabilidad en las inversiones: el mito del desempeño. Página 18

El litio & los metales energéticos. Página 20

El fino equilibrio de los bancos centrales

Aunque la economía global está volviéndose a expandir, lo hace a tasas de crecimiento muy por debajo de su media de cuarenta años en el mundo desarrollado. Las tasas de interés de EE.UU. están comenzando una firme trayectoria alcista. Las presiones inflacionarias básicas en el resto del mundo desarrollado están aumentando ampliamente, lo que sugiere que otros bancos centrales tendrán que seguir a la Reserva Federal o correr el riesgo de "caer detrás de la curva". Al preguntarnos si la normalización de los tipos de interés puede ocurrir con tanta deuda del gobierno y una productividad tan baja, pensamos que los bancos centrales tendrán que encontrar un equilibrio muy fino entre los peligros de la inflación y la recesión. El aumento de los precios de las materias primas es el principal motor de la inflación. Por más que el auge del populismo y la posible retracción de la globalización puedan agudizar aún más las presiones inflacionarias, estas tendencias dependen de que se concreten las cada vez más difíciles promesas de las campañas políticas.

Los bancos centrales están comenzando a adoptar una política de aumentos de intereses laxa, prefiriendo permitir que la inflación supere el límite objetivo. A pesar de los riesgos, creemos que este es el enfoque correcto por ahora, dados los altos niveles de incertidumbre que se aprecian en el amplio abismo entre datos económicos moderados y contundentes.

Esperamos que el euro se beneficie cuando el Banco Central Europeo cese sus compras de activos este año. El Banco de Inglaterra seguirá los pasos de la Reserva Federal de EE.UU. y aumentará los tipos manteniendo a la vez un balance patrimonial estable pero elevado. A medida que la política monetaria se restrinja, no creemos que veamos una repetición de la "Taper Tantrum" presenciado en 2013, debido al accionar cauteloso del BCE y las mejoras en su comunicación, lo que disminuirá los riesgos de dislocación del mercado. No obstante, el aumento de las tasas planteará problemas para el FTSE100, los hogares del Reino Unido y las pequeñas empresas en EE.UU.

Creemos que Europa sobrevivirá al populismo, aunque los inversores seguirán preocupándose. Estas incertidumbres se jugarán principalmente en los mercados de divisas. A finales de año habrá una mayor claridad sobre el Brexit, las elecciones alemanas y francesas y la capacidad del presidente Trump de promulgar la reforma que llevará a la calma.

Aunque los movimientos populistas se han extendido fuera de los mercados desarrollados, lo han hecho con un tono ético. Varios países de mercados emergentes parecen dispuestos a renunciar al crecimiento económico de la extracción de recursos en pos de mejores resultados ambientales. En consecuencia, los precios de los metales pueden aumentar a medida que la oferta se reduzca. La confianza en las perspectivas de las materias primas se ha contraído desde récords absolutos, lo que sugiere cierta cautela a corto plazo. A largo plazo, los efectos de los recortes de capital en las empresas mineras realizados en los últimos años, continuarán teniendo un impacto negativo en la oferta.



Perspectivas divisas 2017

Por Martin Arnold – Director –FX & Macro Strategist / martin.arnold@etfsecurities.com

Resumen

El GBP sigue siendo la divisa más infravalorada del G10. De acuerdo al posicionamiento de los inversores, el mercado del GBP atraviesa el mayor pesimismo de su historia. No obstante, podría valorizarse si se da una rápida liquidación generalizada de las posiciones cortas.

Es probable que el yen japonés se debilite a medida que decaen las expectativas de que el Banco de Japón (BOJ) reduzca su QQE y los inversores nipones vuelven a colocar su capital en el extranjero para obtener un mejor rendimiento.

El dólar mantendrá un desempeño moderado, en medio de una retórica más laxa de la Fed y menores tipos de interés reales. El euro se beneficiará con el retiro progresivo del BCE.

El termómetro FX

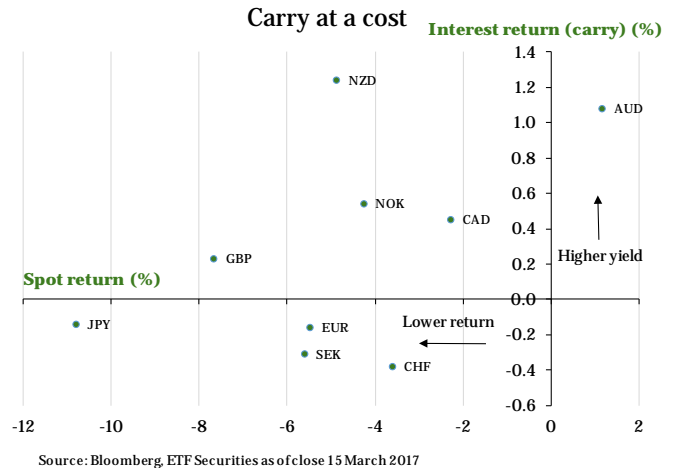
	MvC	Carry	Valuation	Positioning	Total
EUR/USD	0	-1	1	1	1
USD/JPY	0	-1	1	-1	-1
GBP/USD	-1	-1	1	-1	-2
USD/CHF	0	-1	-1	-1	-3
AUD/USD	-1	1	-1	1	0
EUR/GBP	0	-1	-1	1	-1
USD Index	0	1	n/a	1	2

Fuente: ETF Securities. Por favor dirijase al [ETFS Outlook de enero de 2017](#) para acceder a las definiciones de varios indicadores del termómetro

El mercado de divisas se ha caracterizado por el posicionamiento táctico, impulsado por los sacudones de la incertidumbre política tanto en EE.UU como en Europa en los últimos meses. Esperamos que la incertidumbre se modere y con ello un leve descenso de la volatilidad. Un contexto más benigno debería permitir que los fundamentos vuelvan a ser los principales impulsores de las cotizaciones, en particular las políticas de los bancos centrales, las cuales serían capaces, una vez más, de generar las tendencias estratégicas.

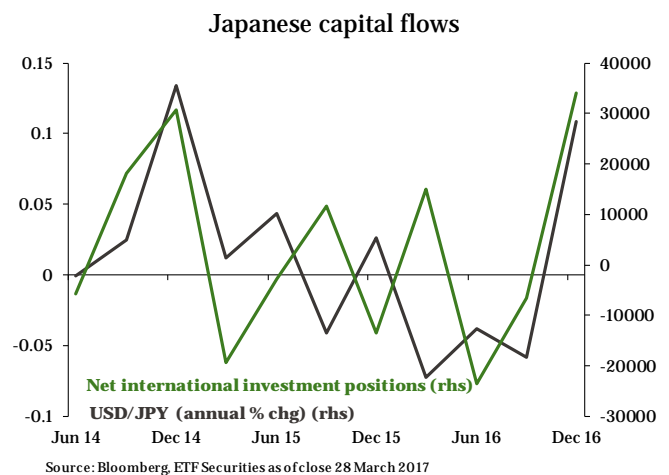
Carry trade a un precio

Aunque hemos discutido el caso de la reducción de los programas de estímulo monetario en las grandes economías en el informe "Taper Tantrum 2.0?", creemos que cada vez se acentúa más la tendencia restrictiva en las políticas monetarias. Sin embargo, es demasiado pronto para que los inversores se entusiasmen con el resurgimiento del carry trade. Creemos que un contexto de bajos tipos de interés no respalda al desarrollo generalizado de las estrategias de carry dentro del grupo de divisas G10. Además, con la volatilidad cambiaria permaneciendo elevada, la relación riesgo/retorno de este tipo de estrategias no es atractivo debido al coste que el carry conlleva en sí.



De sólo cinco divisas que ofrecen un carry positivo, el dólar australiano es el único que ha proporcionado una rentabilidad total positiva durante los últimos seis meses.

No obstante, el JPY debería continuar con su función de divisa de financiamiento, ya que esperamos que el programa de QQE del BoJ siga siendo expansivo a lo largo de 2017. Por consiguiente, creemos que el actual estímulo del central nipón mantendrá los rendimientos bajos y forzará a los inversores japoneses a colocar su capital en el exterior para encontrar un mejor rendimiento. Si bien dichas salidas de capital depreciarían al yen, no sucedería antes de que este último se fortalezca relativamente en el segundo y el tercer trimestre de 2017.



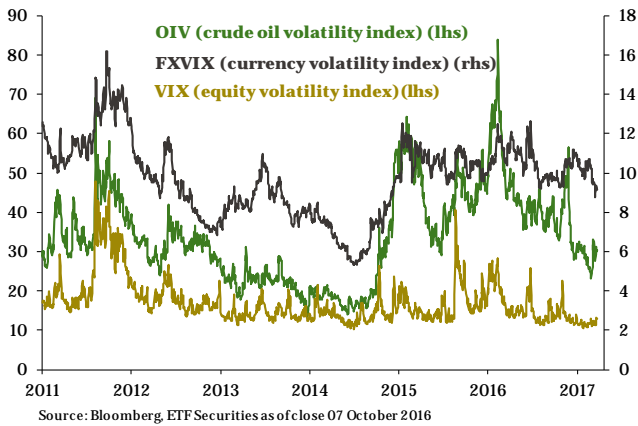
Momentum no convincente

Debido a que la volatilidad de las divisas permanece históricamente elevada, aunque moderada, el momentum es una estrategia que no tiene una base subyacente convincente. Igualmente a pesar de ello, la volatilidad no yace tan lejos de lo esperado si se compara con otros mercados como la renta variable o las materias primas.

Como era de esperar, son pocas las divisas del G10 que están mostrando fuertes indicios de impulso dentro de termómetro

FX. Sin embargo, a medida que la incertidumbre política se desvanece, especialmente en la Eurozona, la volatilidad podría moderarse aún más. Esperamos que a medida que esto ocurra en 2017, el foco de los inversores se vuelva una vez más a las políticas de los bancos centrales.

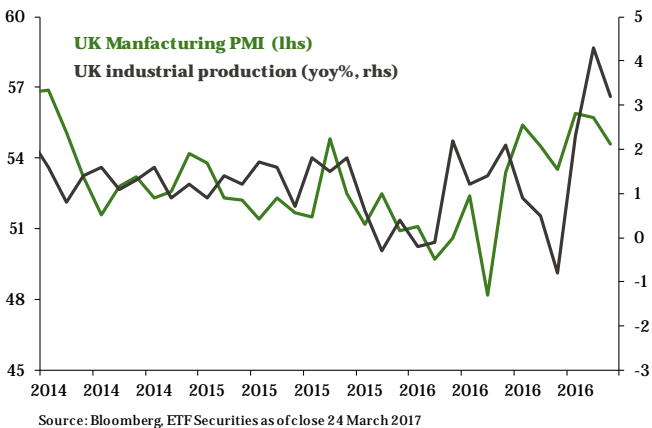
Volatility moderating



Reducción de los programas de estímulo y aumento de los intereses

La reducción de los programas de estímulo monetarios, conocidos en inglés como "Tapering", es muy diferente a la restricción monetaria (aumento de los tipos de interés). Aunque la recuperación actual ya tiene sus años, su naturaleza gradual no ha obligado a las autoridades a elevar los intereses de manera agresiva. De los bancos centrales del G10, sólo la Fed ha aumentado los tipos hasta el momento. Por más que esperamos que el Banco de Inglaterra sea el siguiente en 2017, no retiraría de la economía su programa de estímulo.

Economic activity defies Brexit



Con la inflación saltando a 2,3% en febrero, el nivel más alto en el Reino Unido desde septiembre de 2013 (y por encima de la meta del BoE), esperamos que la entidad desactive su recorte de tipos impulsado por el Brexit durante el tercer trimestre de 2016. La flexibilización adicional de la política monetaria fue realizada para evitar que la economía del Reino Unido se deteriorara severamente a causa del referéndum, lo cual, hasta el momento, no ha sucedido. Como resultado, esperamos que el GBP se beneficie de la reducción de los diferenciales de intereses (a medida que el BoE incrementa los tipos), especialmente cuando el impacto sobre los precios causado por la caída de la esterlina, comienza a atenuarse en el segundo semestre de 2017.

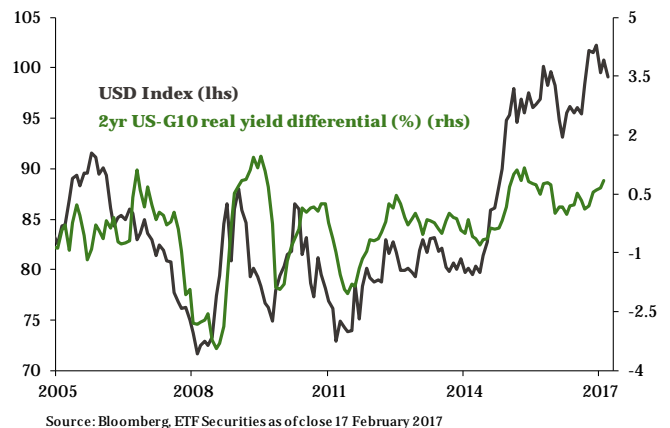
El GBP sigue siendo la divisa más infravalorada del G10. De acuerdo al posicionamiento de los inversores, el mercado del GBP atraviesa el mayor pesimismo de su historia. No obstante, ahora yace cerca de la resistencia de la media móvil de 200 días,

la cual puede ser quebrada a medida que se extiende la liquidación de posiciones cortas.

Dólar presionado por los bajos tipos de interés reales

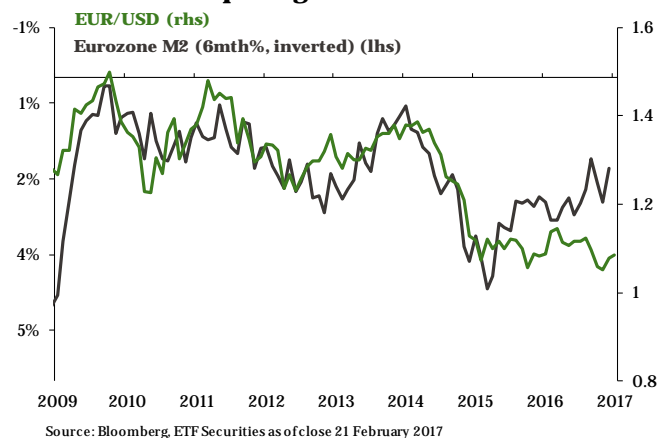
El USD está comenzando a alinearse nuevamente con los fundamentos de los diferenciales de intereses. Por más de que sea probable que el índice del dólar (DXY) encuentre un pie firme debajo de los 100 puntos, los bajos diferenciales de los tipos de interés reales harán que el USD mantenga un desempeño moderado. En respuesta a las crecientes presiones inflacionarias, creemos que la Fed tendrá que plantear una retórica más restrictiva y activa más adelante en el año. De ser más agresiva de la que el mercado espera, el USD podrá recuperar, hacia fin de año, el terreno perdido durante el primer semestre de 2017.

Relative bond yields versus the USD



Mientras tanto, esperamos que el euro sea uno de los principales beneficiarios de la política más neutral del Banco central Europeo (BCE). Sin la amenaza de la deflación, hay muy poca necesidad de un estímulo adicional; la inflación se encuentra en su nivel más alto desde enero de 2013. Asimismo el presidente del BCE Mario Draghi señaló que "ya no es urgente adoptar nuevas medidas". Como resultado, una reducción en la masa monetaria (o sea, la reducción de las compra de bonos) debería impulsar el euro hacia el \$1.10 en los próximos meses.

Tapering will lift Euro



Perspectivas del platino: el oro y el ZAR continúan siendo clave en su precio

Por Maxwell Gold – Director – Investment Strategy / maxwell.gold@etfsecurities.com

Resumen

A pesar de los fundamentos de oferta aparentemente favorables, los precios de platino han quedado rezagados respecto a otros metales preciosos en los últimos años. La oferta podría estar subestimada por las tenencias físicas reales y por tanto, estarían sobrestimados los déficits de oferta.

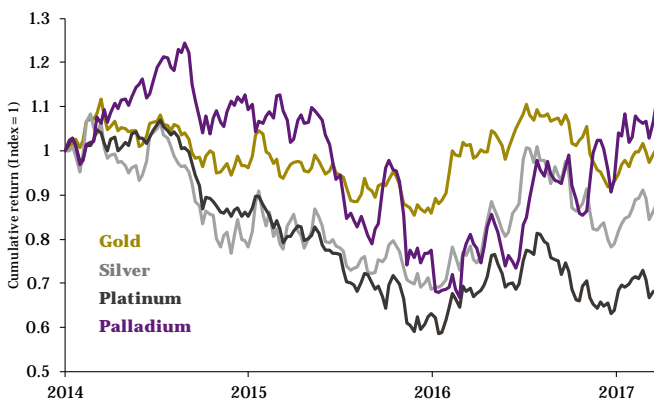
Nuestro modelo sugiere que las mejores variables explicativas para los movimientos de los precios del platino han sido el oro, el rand sudafricano (ZAR), la producción industrial y renta variable emergente.

Actualmente nos gusta la relación riesgo/recompensa que el Platino presenta para el próximo año. En nuestro escenario base, lo vemos cotizando a \$1005 /oz.

Siguiendo los fundamentos

Después del rebote del año pasado, los metales preciosos han continuado con su momentum en lo que va de 2017. Los inversores los han vuelto a incluirlos en sus carteras debido a tres factores: la incertidumbre, los bajos tipos de interés y el aumento de la inflación. El platino, sin embargo, sigue siendo el rezagado del grupo, estando por detrás del oro y la plata, así como su hermano metal, el paladio. De acuerdo al *World Platinum & Investment Council*, el platino acentuaría en 2017 el déficit anual de oferta iniciado en 2012. No obstante, a pesar de estos fundamentos favorables, los precios del platino no han respondido en los últimos años.

Platinum lags its precious metal peers

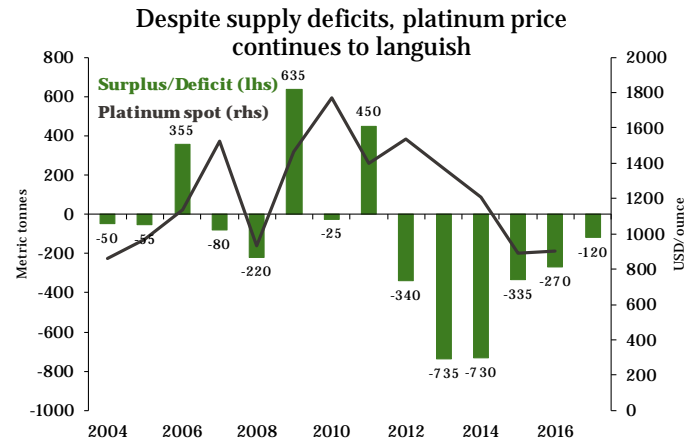


Source: Bloomberg, ETF Securities as of close 29 March 2017

Una explicación podría ser que las extracciones de platino asignadas no han sido de los niveles indicados. Según las estimaciones del *World Platinum Investment Council*, las reservas por encima del suelo cayeron de 4.3 millones de onzas

en 2011, a 2.1 millones de onzas en 2016. Durante este período, el precio del platino cayó casi un 50%.

Además, la oferta de platino es mucho más concentrada que el oro y la plata, con el 70% de la producción minera radicada en Sudáfrica. La volatilidad en este mercado es acentuada por la falta de transparencia en las tenencias físicas, la pequeñez del mercado en sí y su modo de producción concentrada. Esto ha hecho que los fundamentos no logren explicar con precisión las variaciones de precio del platino.



Source: Johnson Matthey, WPI, Bloomberg, ETF Securities as of close 29 March 2017

Perspectivas: modesta subida

Aplicando nuestra estimación del valor actual razonable para el oro para fines de 2017 (\$1230/oz), contemplamos que el valor razonable del platino se ubique en \$1005/oz en 2017, debido a los siguientes factores: que durante el próximo año el Rand (ZAR) continúe con su recuperación reciente y se fortalezca un 5% adicional; que la producción industrial global aumente un 3% y que la renta variable emergente se valore otro 10%. Esto permitiría al platino valorizarse un 6% desde los actuales niveles de precio (\$ 950/oz).

Utilizando nuestro escenario alcista para el oro, donde los precios suben a \$1380/oz impulsado por las sorpresas inflacionarias y la inestabilidad geopolítica, el platino ascendería a \$1080/oz y se apreciaría un 10,4% con respecto al precio actual. Alternativamente, aplicando nuestro escenario bajista con el oro cayendo a \$1095/oz, el platino caería ligeramente desde los niveles actuales a \$940/oz.

Sobre la base de estos valores razonables, el platino presenta un mayor potencial alcista que bajista. Esto se debe a las expectativas de que continúe la recuperación de la economía mundial y así como la del sector manufacturero y el descuento que marca su precio en relación al del oro.

Nuestra metodología en el modelo

En un esfuerzo por abordar la falta de precisión en los fundamentos, evaluamos las variables de mercado y

macroeconómicas como un indicador de los impulsores de oferta y demanda de platino. El objetivo era proporcionar un modelo explicativo simple, poderoso y estadísticamente significativo como un paso inicial hacia un modelo robusto en el platino.

Se analizaron más de veinte variables macroeconómicas como alternativas para la oferta como la producción y el reciclaje de minas, la demanda de los sectores de catalizadores de automóviles, joyería e industria. Las principales variables explicativas del precio platino incluyen: el oro, el ZAR, las acciones de los mercados emergentes y la producción industrial mundial.

Tabla 1: Resumen de las variables del modelo del platino:

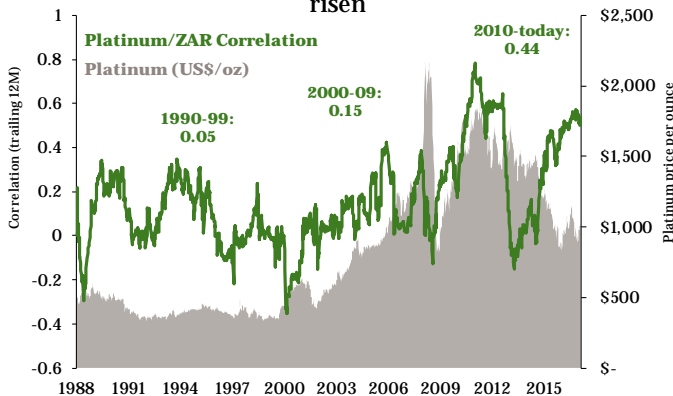
Modelo base	R ²	Variables
Precio spot del oro	0.33	Demanda de inversión
Rand sudafricano (ZAR)	0.24	Producción minera
Prod. industrial mundial	0.23	Demanda auto/industrial
Renta variable emergente	0.23	Joyería/demanda industrial

La ejecución de la regresión de estas cuatro variables a partir de 1989, creó un modelo base con un R cuadrado de 0,59. Todas las variables (evaluadas mensualmente) fueron estadísticamente significativas al nivel de confianza del 95% y positivamente relacionadas con los retornos de platino año tras año.

Oferta: dejemos la minería a un costado y miremos el Rand

Desde una perspectiva de modelo, el uso del Rand tiene varias ventajas. Sigue de cerca la economía sudafricana y proporciona datos con mayor frecuencia. Los precios del platino y el ZAR tienen una correlación intrínsecamente positiva. Cuando el ZAR se fortalece, la presión sobre los márgenes de los mineros aumenta y eventualmente estimula una desaceleración de la producción y la oferta.

Platinum's correlation to ZAR has persistently risen



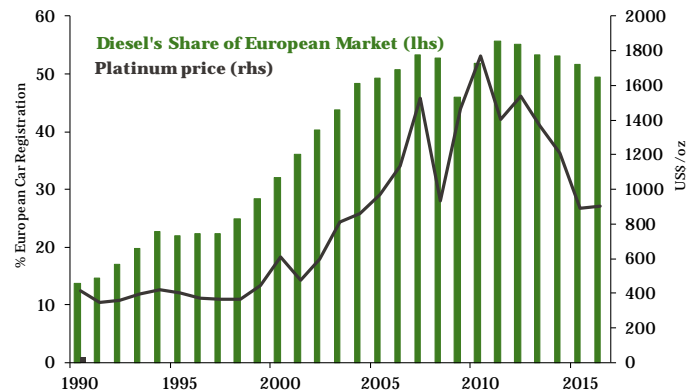
Source: Bloomberg, ETF Securities as of close 29 March 2017

La producción industrial capta mejor la demanda de platino que la venta de automóviles

Con un 40% de la demanda anual, los catalizadores de automóviles son un componente crítico del mercado mundial del platino, con el mercado automotriz europeo representando

la mitad de esta demanda. Dado que Europa es el mercado más grande para los motores diésel que utilizan el platino en los catalizadores de automóviles, hemos encontrado que la producción industrial mundial es una buena variable para capturar las tendencias en la industria automovilística y la joyería. Para mejorar aún más nuestro modelo, hemos descubierto que los movimientos en las acciones de mercados emergentes en combinación con la producción industrial global, ayudan a la demanda de platino por concepto de joyería y aplicaciones industriales.

Platinum's fate driven beyond diesel recently

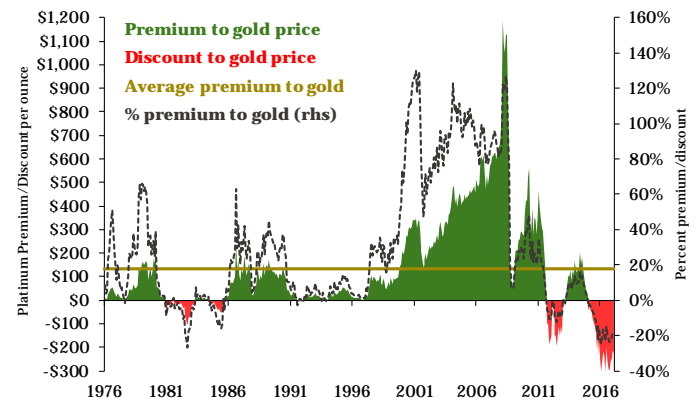


Source: Bloomberg, ETF Securities. Chart data from 12/31/90 to 12/31/16.

Un activo refugio con ventajas cíclicas

Por más que el estatus del platino como activo refugio varíe con el tiempo, es un factor clave en su demanda. Entre las variables evaluadas, el oro ha sido el mejor indicador para explicar los retornos del platino. Otras variables de inversión analizadas como el sentimiento de los inversores (posicionamiento neto no comercial de futuros) no han sido significativas.

Platinum's precious metal status



Source: Bloomberg, WPIC, ETF Securities. Chart data from 12/31/75 to 02/28/17.

Recientemente, el descuento del platino sobre el oro ha alcanzado niveles récord (~ 20%), lo que indica que los inversores prefieren al oro como activo defensivo. Esto podría revertirse si la demanda de activos refugio aumentara rápidamente.

Actualmente nos gusta la relación de riesgo/recompensa del platino para el año que viene. De acuerdo a nuestro escenario base, estimamos su valor razonable en \$1005/oz.

Improbable un "Taper Tantrum" 2.0

Por Martin Arnold – Director –FX & Macro Strategist | martin.arnold@etfsecurities.com

Resumen

En 2017 es improbable que se constate un "Taper Tantrum 2.0" (caída de las bolsas y de la renta fija por la reducción de los programas de estímulo), ya que las medidas cautelosas de los bancos centrales y las mejores comunicaciones, disminuirán los riesgos de dislocación del mercado.

Esperamos que el euro se beneficie cuando el Banco Central Europeo (BCE) cese su compra de activos este año. Mientras tanto, el Banco de Japón (BoJ) intensificará su compra de activos y debilitará el yen.

El Banco de Inglaterra (BoE) seguirá los pasos de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) y elevará los tipos de interés, pero no alterará su balance elevado.

¿Taper tantrum 2.0?

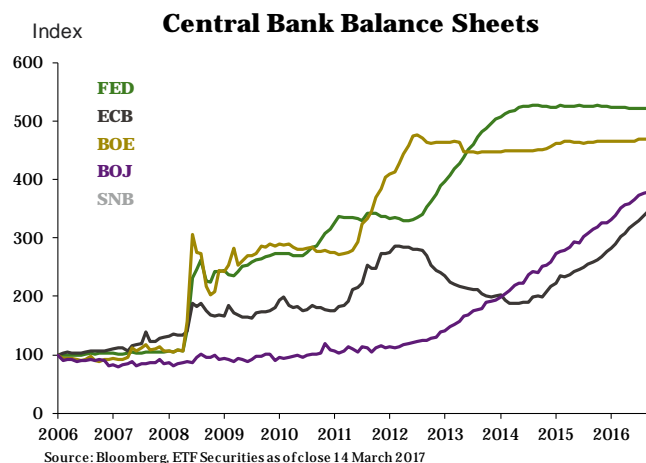
El Tapering es el proceso de reducción progresiva de las actividades de flexibilización cuantitativa (QE), las cuales son medidas extraordinarias que los bancos centrales han puesto en marcha desde la crisis financiera internacional para impulsar la oferta de dinero y mantener los rendimientos bajos para apoyar el crecimiento. En el segundo trimestre de 2013, la Fed comenzó a comunicar su intención de reducir su programa de QE, provocando una fuerte venta en el mercado de bonos conocida como el "Taper Tantrum". Al mismo tiempo, el efecto de esta reducción de los volúmenes de compra de títulos colocados en el sector financiero estadounidense, llevó a los mercados de renta variable a caer y al dólar a marcar un cambio de rumbo importante.

La disminución de la compra de activos de un banco central da lugar a la estabilización de su hoja de balance, pero a niveles elevados. La dinámica de los balances de los principales bancos centrales se ha desviado en los últimos años: la Fed y el BoE han mantenido una cantidad estable de estímulo en el sistema, mientras que el BCE y el BoJ continúan con sus respectivos QE a buen ritmo. Con la especulación de que tanto el BCE como el BoJ seguirán los pasos de la Fed, existe el riesgo a que haya un "Taper tantrum" 2.0.

Si llegara a haber una nueva reducción del QE cuatro años después del "Tantrum" (berrinche) original, no es probable que tenga los mismos efectos volátiles que originalmente tuvo en los mercados financieros. No sólo la economía global está en una base más sólida, sino que los bancos centrales han mejorado en sus comunicaciones con el mercado. A su vez, al no retirar el estímulo del banco central y simplemente mantener los balances a niveles elevados, los inversores han sido testigos de que el retiro del estímulo no conduce a escenarios fatalistas para los mercados de activos.

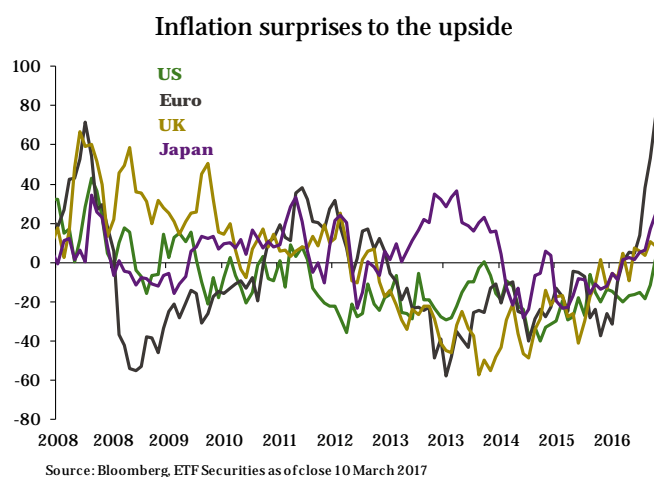
¿Por qué reducir?

Aunque las expectativas inflacionarias han aumentado en todo el mundo, la inflación real ha crecido continuamente mucho más de la cuenta, especialmente en la Eurozona y Japón.



*SNB: Banco Nacional de Suiza

Las medidas implementadas a través del QE han sido realizadas con carácter de emergencia y hoy en día, la economía mundial está lejos de estar en una situación desesperada. Como resultado, creemos que es prudente que algunos bancos centrales comiencen a retirar el QE para evitar que se intensifiquen las presiones inflacionarias.



Estimando el momento del Tapering del BCE

La recuperación de la Eurozona está ganando impulso y los riesgos de deflación "han desaparecido en gran medida", según el presidente del BCE, Mario Draghi. El BCE también ha eliminado una frase de su última declaración de política monetaria que indicaba que utilizaría «todos los instrumentos necesarios» para elevar la inflación hacia su objetivo. Sin embargo, esperamos que el banco central sea muy cuidadoso para evitar cualquier dislocación en los mercados financieros y provocar un "Taper tantrum 2.0". Esperamos que el BCE ponga fin a su programa de QE a finales de 2017 debido a la clara mejora del contexto económico, el aumento de la inflación y las expectativas inflacionarias.

De hecho, el BCE podría comenzar a restringir su política antes de que finalice la compra de activos de su QE a finales de este año. Aunque es probable que todos los miembros del comité del FOMC mantengan una posición laxa a medida que suben los tipos de interés, los comentarios de los miembros del Consejo del BCE se están volviendo más agresivos, hablando de elevar el interés sobre depósito a cero gracias a la confianza en la recuperación económica.

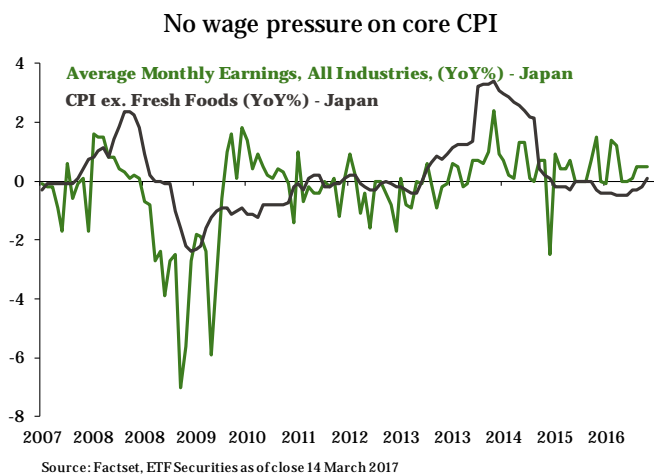
Sin embargo, no esperamos una fuerte venta en el mercado de bonos como ocurrió durante el Tapering original. No obstante, la curva de rendimientos alemana es más pronunciada que en Estados Unidos y seguirá disminuyendo los diferenciales de tipos reales, lo cual respaldará al euro en los próximos meses.

En contraste con la reacción del mercado en los EE.UU, esperamos que los mercados de renta variable europeos se beneficien del mayor momentum que adquiere la recuperación económica actual y no se afecten negativamente por cualquier reducción en el QE del BCE.

Se espera que continúe el QQE japonés

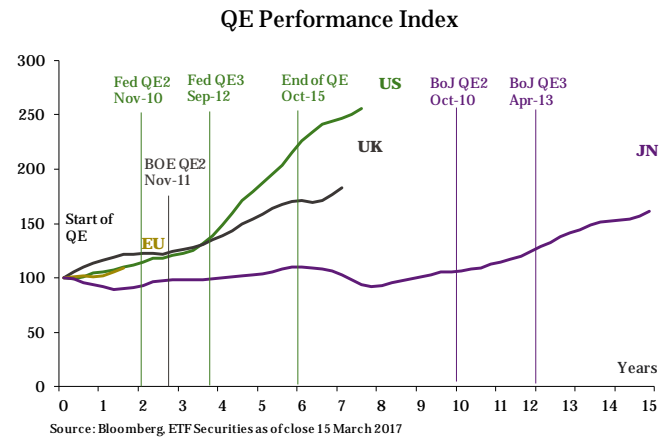
Este año Japón está a punto no alcanzar su objetivo planteado en su programa de compra de activos. Según las proyecciones del propio Banco de Japón (BoJ), es probable que en este año fiscal no haya alcanzado su objetivo de compra de activos en un 18% (hasta el 31 de marzo de 2017). Si bien esto ha llevado a algunos a acusar al BoJ de "disminuir progresivamente" su QQE, no creemos que sea así y en cambio, lo vemos ampliando su búsqueda de activos adecuados.

Después de décadas de presión deflacionaria, la inflación en Japón aumentó por primera vez en dos meses, siendo uno de los países en donde se ha incrementado más de lo esperado. Sin embargo, el repunte inflacionario se debe en gran parte a la depreciación del yen y a la recuperación de los precios del crudo. Hay muy poca presión del lado de la demanda: el crecimiento de los salarios sigue siendo moderado y la inflación subyacente acaba de superar el nivel del 0% por primera vez desde mediados de 2015. Contrariamente a nuestra expectativa de que el QE se reducirá en la Eurozona, creemos que no hay razones para que esto aplique en Japón.



Es poco probable que se atenúe la "mentalidad deflacionaria" a la que se refiere el BoJ en un período tan corto como en la Eurozona. La deflación se ha arraigado en Japón durante muchos años: los prolongados y pronunciados QQE (15 años y contando) del BoJ indican que el problema está profundamente arraigado en la psique japonesa (véase más adelante el impacto

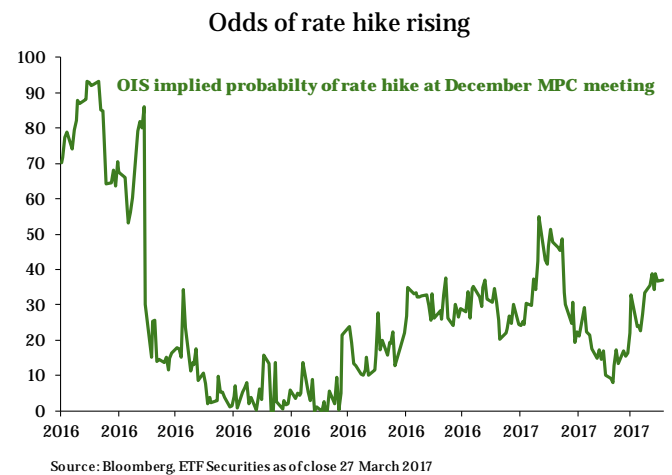
del QE para varios países).



El BoJ señaló recientemente que "las expectativas de inflación se han mantenido a la baja" y que el crecimiento de los precios debería "superar el 2% y mantenerse por encima del objetivo de manera estable". Dado el compromiso del BoJ de crear un exceso de inflación, parece que proseguirá con su QQE por algún tiempo. No obstante, esperamos que el BoJ pueda cambiar la forma en que implementa su política QQE para evitar cualquier restricción en el mercado interno de bonos. Tal movimiento podría llevar al central nipón a fijar el rendimiento de referencia en un rango objetivo en lugar de fijarlo como una estimación porcentual sobre los bonos japoneses a 10 años.

Reino Unido: aumento de los tipos de interés

Hasta ahora, la economía del Reino Unido ha hecho caso omiso de la amenaza de una contracción económica como resultado de dejar la UE. En cambio la libra, no ha corrido la misma suerte. Aunque las expectativas de un aumento de los tipos de interés han crecido en los últimos meses, existe sólo un 40% de probabilidad a que el BoE lo realice a finales de 2017.



Si bien no esperamos que el BoE continúe reduciendo su QE, esperamos que revierta el recorte de intereses que puso en marcha después del voto del Referéndum de la UE. Es que los escenarios económicos catastróficos no se han materializado. Una subida de los tipos permitirá al GBP estar mejor protegido contra una pérdida de valor. A su vez, esperamos que el diferencial de desempeño entre las compañías small y big caps cotizables en bolsa del Reino Unido, se reduzca a medida que se benefician por la depreciación del GBP (lo cual ha sido un obstáculo para las big caps).

Sector tecnológico: crecimiento estructural a valoraciones atractivas

Por Michael Wang – Director –Equity Strategist / michael.wang@etfsecurities.com

Resumen

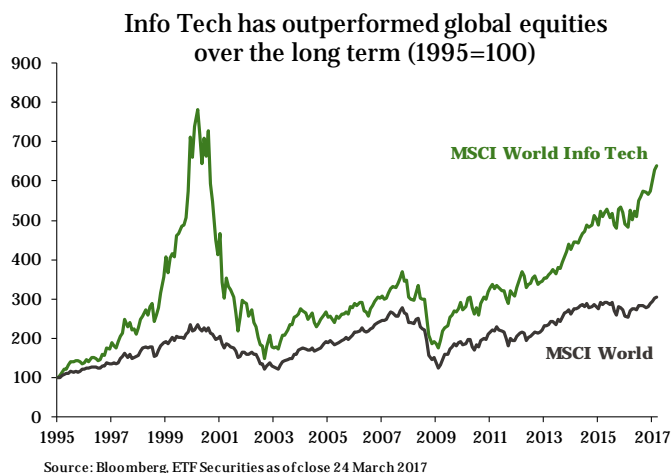
La innovación tecnológica sigue siendo una de las principales fuerzas impulsoras de la economía mundial. Es probable que temas seculares como la Seguridad Cibernética, la Inteligencia Artificial y la Infraestructura en Nube sean los impulsores del gasto tecnológico en las próximas décadas. Las estimaciones demográficas favorables, especialmente en los mercados emergentes, también proporcionan vientos de cola.

Las empresas globales de tecnología han sido capaces de aprovechar estas fuerzas para superar el mercado a un nivel más amplio a largo plazo. El crecimiento de los beneficios en este sector ha sido el más alto del mundo en las últimas dos décadas; su crecimiento por dividendo es uno de los mejores y presenta uno de los balances más fuertes. A medida que los impulsores del crecimiento estructural continúan pisando firme, esperamos que sigan marcando un rendimiento superior.

Aunque las actuales valoraciones del sector son atractivas, están expuestas al riesgo de un aumento del proteccionismo comercial.

El crecimiento estructural que ofrece el sector tecnológico

La innovación tecnológica está impulsando no sólo nuevos productos y servicios, sino que está alterando fundamentalmente la forma en que funcionan las economías y viven los consumidores. A medida que la tecnología se hace más barata y más fácilmente disponible (Ley de Moore), es probable que más de la "vieja economía" se des-intermedie.



Hay varias áreas claves de crecimiento secular que probablemente impulsarán el gasto tecnológico en las próximas décadas:

Seguridad cibernética: las brechas de datos son cada vez más comunes y proporcionan una creciente oportunidad para las empresas de software de seguridad.

Internet: el comercio electrónico continúa tomando participación de mercado de las empresas existentes de ladrillos y mortero y se beneficia del crecimiento de las tasas de penetración de Internet en los mercados emergentes.

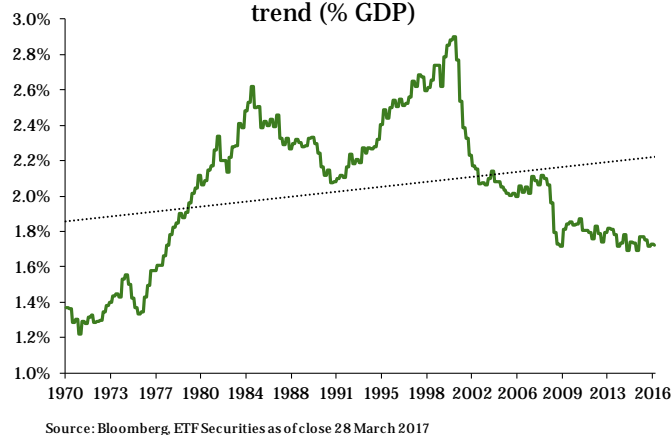
Infraestructura en la nube: las empresas hacen cada vez más su gestión IT remotamente (es decir, gestionando y almacenando información y servicios a través de Internet).

Inteligencia Artificial (IA): el poder de la informática se está volviendo lo suficientemente fuerte como para hacer realidad la inteligencia artificial. Esto tiene el potencial de afectar a casi todas las partes de la economía, desde la atención de la salud al sector manufacturero. Según un estudio reciente, la IA tiene el potencial de duplicar las tasas de crecimiento del PIB de doce economías desarrolladas para 2035^{1*}.

La demografía en todo el mundo también proporciona un viento de cola, a medida que el uso de la tecnología aumenta de forma inversa con la edad. Especialmente en los mercados emergentes, donde el porcentaje de jóvenes en la población es mayor, el uso de la tecnología probablemente será más "natural".

Existe un margen para que la inversión tecnológica aumente como proporción del PIB. El gasto en tecnología en Estados Unidos como proporción del PIB se ha estancado desde la gran crisis financiera.

Technology spending in the US is still below trend (% GDP)

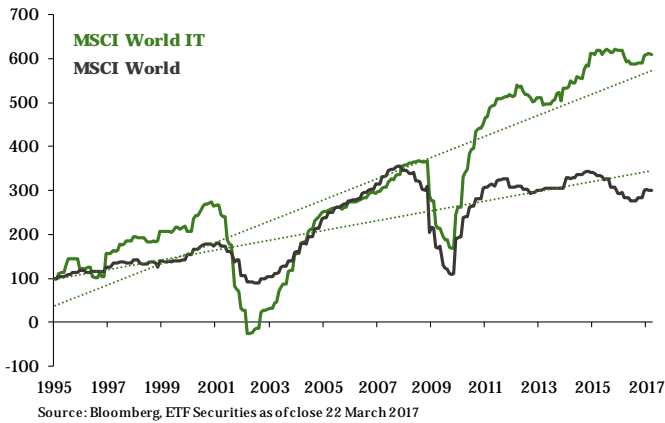


Renta variable: el sector tecnológico continúa siendo atractivo

¹ *(2017) https://www.accenture.com/gb-en/insight-artificial-intelligence-future-growth?c=ad_giukFY17_10000026&n=bac_0117

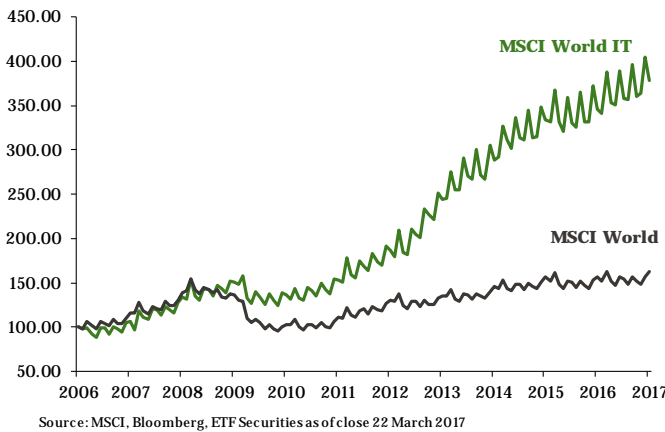
Los beneficios en los títulos sobre tecnología han aumentado más que cualquier otro sector en las últimas dos décadas, lo que refleja su capacidad para rentabilizar los temas de crecimiento estructural detallados previamente. Los beneficios por acción (EPS) de estos títulos han aumentado más del 500% desde 1995, duplicando la mitad registrada en el resto de los sectores. Esto se traduce en una tasa de crecimiento anual compuesto de los EPS de 8,5% por año, en comparación con el 5% para el resto de los sectores de mercado.

Tech earnings have outpaced the wider market

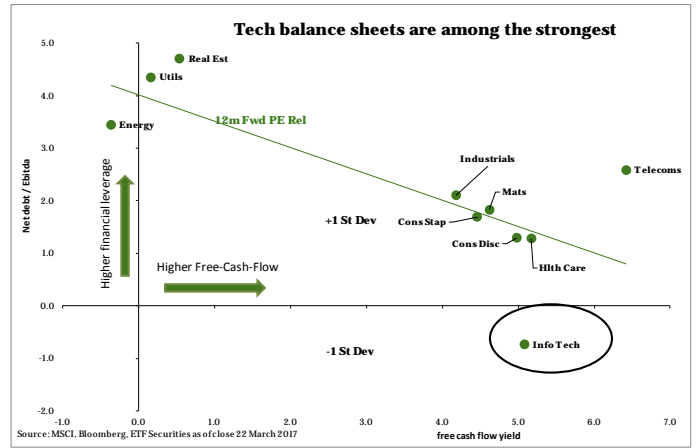


En segundo lugar, muchas empresas de tecnología son altamente generadoras de efectivo, con un flujo de caja que representa hasta el 25% de la valoración de algunos títulos tecnológicos. Este gran volumen de efectivo ha ayudado a impulsar el crecimiento del dividendo en el sector. Su dividendo por acción ha crecido tres veces más rápido que en el resto del mercado accionario.

Growth in Dividend per Share (2006=100)

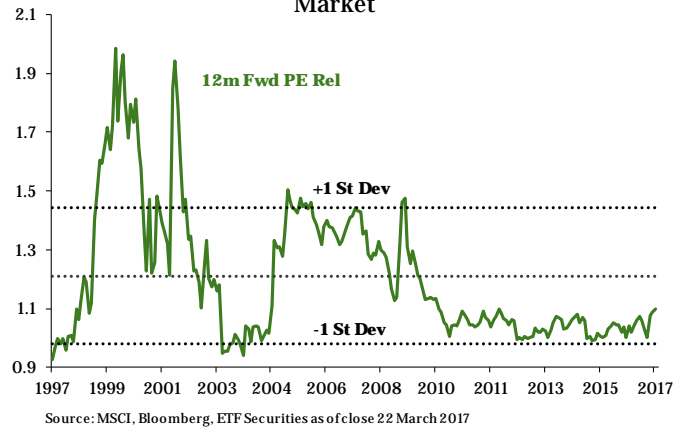


En tercer lugar, el sector tecnológico es atractivo porque tiene características tanto defensivas como cíclicas que lo posicionan bien para los diferentes contextos de mercado. Estar expuesto a áreas de crecimiento estructural tiende a hacer que los ingresos tecnológicos sean relativamente estables y por lo tanto, defensivos. Además, las empresas de tecnología tienen algunos de los balances más fuertes en el mercado. Al mismo tiempo, sin embargo, los beneficios del sector tecnológico están altamente correlacionados con un repunte del PIB, lo que le da características de un sector cíclico. Históricamente, el crecimiento de la inversión de tecnología de EE.UU. ha tenido una beta de alrededor de 2,3 veces al crecimiento del PIB real de EE.UU. No obstante, el hecho de que el sector tecnológico tenga características defensivas y cíclicas, significa que puede tener un buen desempeño durante el ciclo económico.



Aunque algunas compañías prominentes del sector tecnológico están cotizando en múltiplos elevados, esto no aplica a la totalidad del sector. Incluso sobre una base ponderada de la capitalización del mercado, los títulos del sector global de tecnología se negocian en mínimos de veinte años bajo una relación de P/E estimada a 12 meses con respecto al resto de la renta variable y con el máximo dividendo en 20 años a pesar de sus perspectivas de crecimiento superior.

Global Tech trading near 20 yr lows versus the Market



El creciente proteccionismo comercial es un riesgo para el sector dado lo globalizadas que se han convertido las empresas tecnológicas. La industria está ahora dominada por empresas que dependen del marco del comercio mundial para trasladar bienes y servicios a través de las cadenas internacionales de suministro. Es demasiado pronto para decir cuál será la postura de la nueva administración estadounidense, pero un nuevo aumento en la retórica proteccionista afectaría negativamente al sector.

En resumen, poseer títulos del sector tecnológico global en la cartera no sólo puede ser beneficioso en términos de diversificación, sino también para rentabilizar sobre una de las historias de crecimiento estructural más dinámicas del mercado. El desempeño de las empresas globales de tecnología ha superado al del resto del mercado accionario a largo plazo. Dadas las perspectivas de beneficios superiores del sector y las valoraciones atractivas, esta tendencia de mejor desempeño puede continuar.

Los bonos atados a la inflación mejoran el desempeño de una cartera ajustada por riesgo

Por Morgane Delledonne – Associate Director – Fixed Income Strategist | morgane.delledonne@etfsecurities.com

Resumen

El desempeño de los bonos atados a la inflación (I/L, por sus siglas en inglés) tienden a superar en una media del 3% al de los bonos nominales en tiempos de inflación y crecimiento.

Los bonos I/L siguen siendo mejores para la protección del capital a largo plazo que para la cobertura de la inflación a corto plazo.

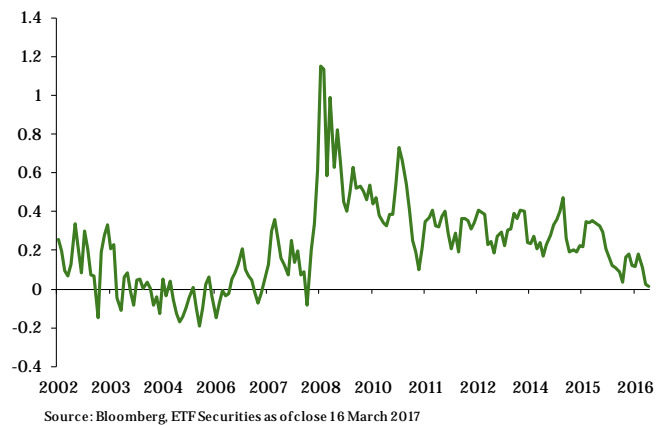
Encontramos que la inclusión de los bonos I/L a una cartera reduce la volatilidad y mejora los rendimientos ajustados al riesgo. Los bonos I/L también son instrumentos eficientes para mejorar la diversificación.

Perspectivas de inflación moderadas

Las expectativas de inflación son el mayor impulsor del aumento de los rendimientos a largo plazo, junto con las expectativas sobre las tasas de interés a corto plazo. La tasa de inflación de equilibrio (diferencia entre el rendimiento de un bono nominal del Tesoro y el rendimiento de un bono del Tesoro indexado a la inflación del mismo vencimiento), refleja las expectativas de inflación y la prima de riesgo por incertidumbre sobre la inflación actual. El rendimiento límite de los bonos del Tesoro de EE.UU. a 10 años cayó por debajo del 2% entre 2014 y 2015 junto con la caída de los precios de las materias primas y el riesgo percibido de deflación. Después, rebotó drásticamente en agosto de 2016 ante las expectativas de una política monetaria más restrictiva, las políticas de crecimiento de Trump y una mejor perspectiva de los precios del sector energético. La mayoría de los indicadores de expectativas de inflación basados en encuestas de mercado, marcan ahora niveles cercanos a la meta de inflación de la Fed del 2%.

inversores esperan un aumento de la inflación a corto plazo. No obstante, todavía no están convencidos de que la inflación continuará acelerándose durante la próxima década.

Breakeven 10y-5y (pp)



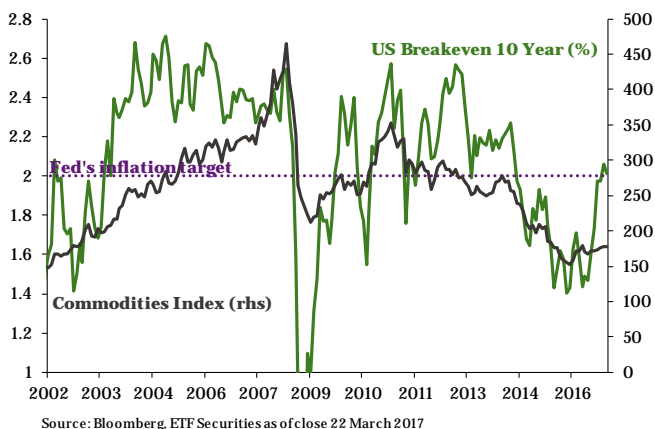
Creemos que los contratiempos estructurales, como el envejecimiento de la población, el bajo crecimiento de la productividad y el problema de la deuda global, probablemente evitarán que la economía se sobrecaliente, reduciendo así las posibilidades de que la inflación aumente más a largo plazo. Mientras tanto, es probable que la volatilidad de los precios de las materias primas continúe generando volatilidad en las variables de inflación.

Estrategia bajo un contexto de inflación en todo el mundo

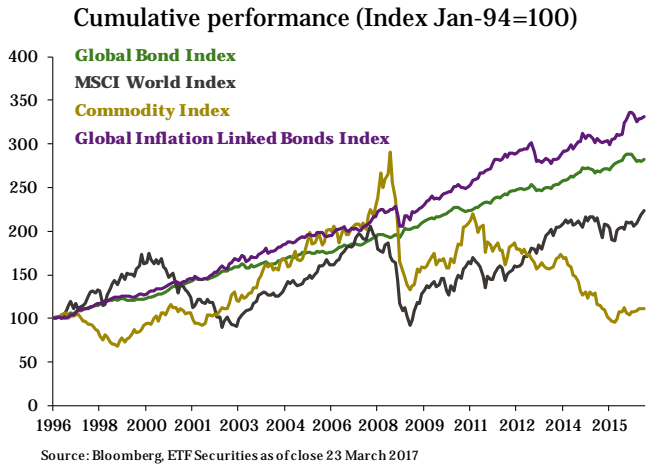
Bajo un escenario más acentuado de crecimiento e inflación, los inversores en bonos generalmente reducen la exposición a la duración y asumen más riesgos crediticios. Con el fin de proteger sus carteras contra la erosión del capital generada por la inflación, los inversores de renta fija también pueden aumentar su exposición a los bonos vinculados a la inflación (I/L) o "Linkers", como los TIPS (Treasury Inflation Protected Securities) en los EE.UU. Los Linkers proporcionan protección de capital contra la inflación realizada. Sus pagos nominales de cupón y principal se ajustan para la subida del índice de precios subyacente (por ejemplo, para los TIPS de EE.UU se utiliza el IPC), de manera que el valor real de sus pagos permanezca igual. Los Linkers tienen pagos de cupón más bajos que los bonos tradicionales pero tienen un reembolso de capital mayor al vencimiento. En otras palabras, los Linkers ofrecen mejores rendimientos cuando se mantienen hasta su vencimiento.

En la última década, los Linkers globales superaron a todas las otras clases de activo.

Inflation expectations



Sin embargo, el diferencial entre los bonos de 10 y 5 años se ha reducido a cero recientemente, lo que sugiere que los



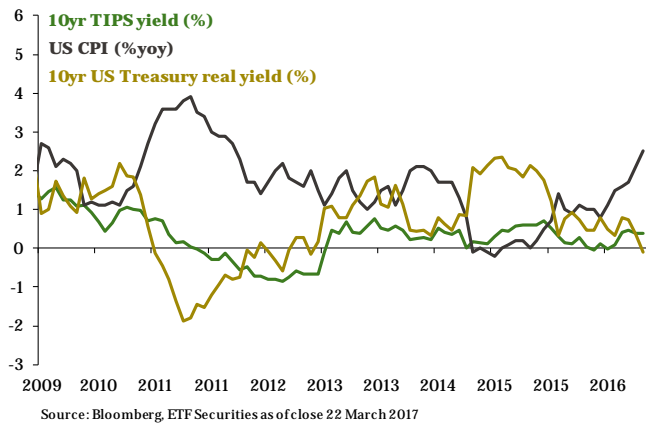
En los EE.UU., el desempeño de los TIPS generalmente ha superado al de los bonos nominales en una media del 3% en tiempos de inflación y crecimiento. Por otro lado, durante los períodos de crecimiento decreciente, los Linkers generalmente han superado al desempeño de los bonos nominales en un 2%.

	Commodities	US TIPS	US Equities	US Treasuries
Rising inflation	8.2%	7.0%	5.4%	5.2%
Falling inflation	4.3%	6.1%	10.1%	4.6%
Rising growth	11.1%	5.8%	13.4%	2.9%
Falling growth	-8.0%	2.7%	2.3%	4.4%

Source: Bloomberg, ETF Securities. (For the periode 1997 to 2017)

A pesar de la restricción de la política monetaria de la Fed, el aumento de la inflación compensó con creces el aumento de los rendimientos nominales, lo que llevó a que los bonos tradicionales bajaran. Sin embargo, los rendimientos de los Linkers permanecen ampliamente estables.

Linkers limit capital erosion due to inflation

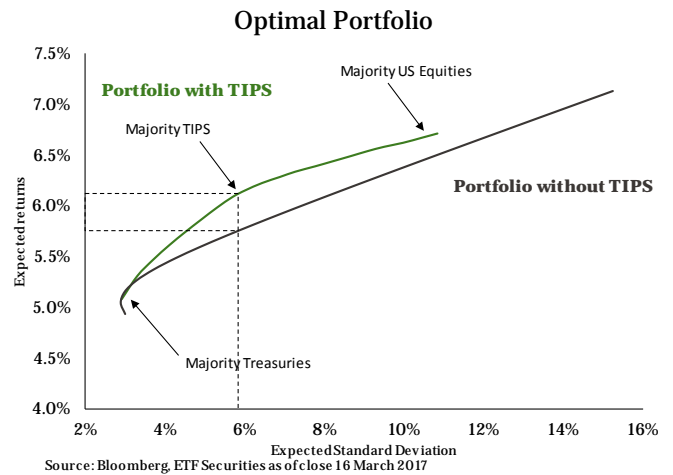


Incluyendo a los Linkers en una cartera

En el contexto de la inversión en cartera, así como los bonos, los Linkers son instrumentos eficientes para la diversificación ya que tienen una baja correlación con otras clases de activo, tales como la renta variable y las materias primas.

Además, hemos descubierto que una cartera compuesta de bonos estadounidenses, incluyendo TIPS y acciones estadounidenses, es menos volátil y tiene una rentabilidad ajustada al riesgo mejor que una cartera comparable sin TIPS. El gráfico siguiente ilustra las fronteras eficientes para ambas carteras - el conjunto de carteras óptimas que ofrece el mayor rendimiento esperado para un nivel dado de riesgo o el riesgo más bajo para un nivel dado de rendimiento esperado -. Los resultados muestran que agregar TIPS a una cartera de bonos y acciones más amplia, es una forma eficiente de reducir el riesgo y aumentar el rendimiento. Para el mismo nivel de riesgo (por ejemplo, 6,0%), la cartera con TIPS tiene un

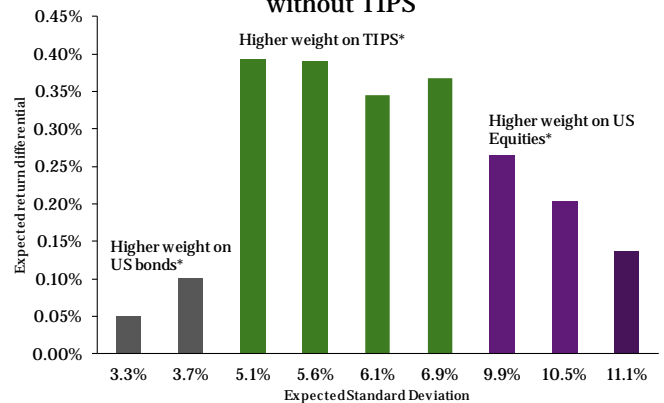
rendimiento esperado mayor (6,2%) que la cartera sin TIPS (5,8%).



Tácticamente, la decisión de asignación estratégica entre Linkers y bonos nominales, depende principalmente de las condiciones económicas. Los Linkers son más atractivos en las fases de recuperación e inflación cuando los bancos centrales están restringiendo las condiciones monetarias, mientras que los bonos nominales marcan un mejor desempeño en fases de recesión cuando los bancos centrales están expandiendo las condiciones monetarias.

Sin embargo, nuestro análisis muestra que a largo plazo, los bonos I/L deben ser considerados como un activo esencial en una cartera. Aunque, para maximizar los retornos esperados adicionales resultantes de la adición de los TIPS a una cartera, los inversores tendrían que asignar más del 60% de la cartera total en TIPS.

Return differentials between portfolio with and without TIPS



A medida nos dirigimos hacia un contexto inflacionario global, los inversores de renta fija podrían reducir el riesgo de duración y asumir mayor riesgo crediticio. Además, podrían agregar bonos I/L a su cartera con el propósito de optimizar y proteger el capital a largo plazo en lugar de usarlos para la cobertura de la inflación a corto plazo.

En nuestra opinión, los contratiempos estructurales probablemente seguirán ejerciendo presiones a la baja sobre el crecimiento y la inflación durante la próxima década. Por lo tanto, seguimos siendo neutrales sobre los bonos globales, con una preferencia por la deuda de los mercados emergentes y el crédito de alto rendimiento.

El aumento de los tipos de interés deja al descubierto las vulnerabilidades

Por James Butterfill – Head of Research & Investment Strategy | james.butterfill@etfsecurities.com

Resumen

En el Reino Unido hemos descubierto que por cada 1% de aumento en los intereses por parte del Banco de Inglaterra, los ratios del servicio de deuda aumentan un 0,7%.

El FTSE 100 tiene un coeficiente de cobertura de intereses mucho más bajo en relación con los títulos europeos y estadounidenses.

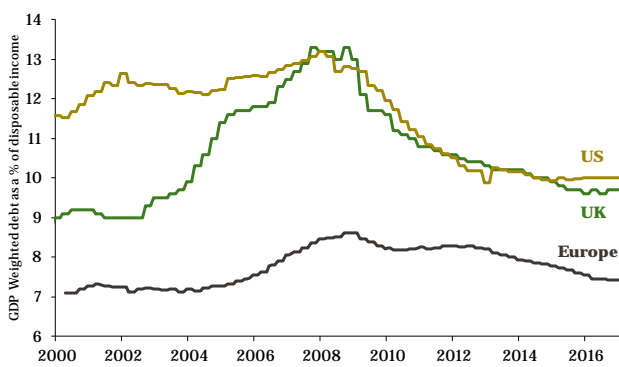
A pesar de la ventaja económica que tienen las pequeñas empresas a primera vista, en Estados Unidos son particularmente vulnerables a las subidas de tipos.

Creemos que la política monetaria flexible sin precedentes de los bancos centrales durante los últimos nueve años, ha distorsionado ciertas áreas de la economía. Como hemos escrito en el pasado, pensamos que la política monetaria flexible es en parte responsable de las tendencias políticas populistas que el mundo desarrollado está atravesando. Ahora queremos enfocarnos en el impacto que dicha política banco-centralista ha tenido en los hogares y corporaciones, si es que lo hubo, y lo que podría suceder si continuase restringiéndose.

Los hogares del Reino Unido vulnerables a los aumentos de los tipos de interés

La deuda de los hogares no se extiende excesivamente a los tipos de interés actuales. La proporción de los ingresos disponibles utilizados para pagar la deuda (tasa del servicio de la deuda) ha caído desde su punto máximo del 13% en los Estados Unidos, hasta el 10% actual. Los ratios de servicio de la deuda tanto en Europa como en el Reino Unido, muestran tendencias similares.

Household Debt Service Ratios

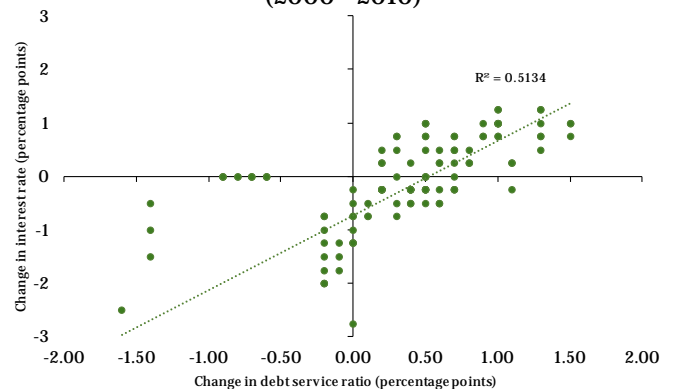


Source: Bloomberg, ETF Securities as of close 23 March 2017

Contrariamente a nuestras expectativas, hemos descubierto que los índices de servicio de la deuda eran insensibles a los cambios en los tipos de interés en EE.UU o Europa; no obstante, no lo son en el Reino Unido. Hemos encontrado que por cada aumento del 1% en los intereses del Banco de Inglaterra (BoE), aumenta 0,9 puntos porcentuales los ratios de servicio de la

deuda. Los hogares del Reino Unido parecen ser más sensibles a los cambios en los tipos de interés porque hay una mayor proporción de deuda a interés variable en el Reino Unido.

Interest rate changes versus debt service ratios (2000 - 2010)



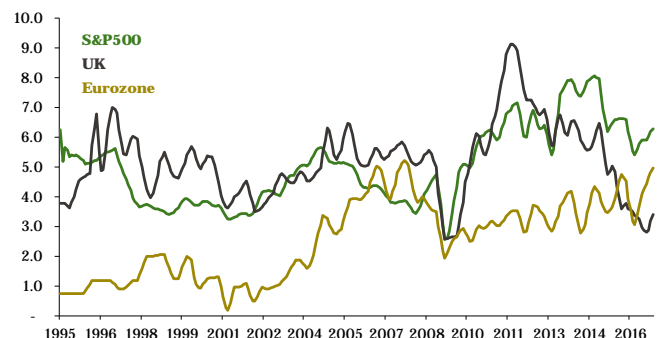
Source: Bloomberg, ETF Securities as of close 27 March 2017

El Reino Unido es mucho más vulnerable en un escenario de aumento de los intereses. Según nuestras estimaciones, si los tipos de interés regresaran a sus máximos pre-crisis de 5,25%, las tasas de servicio de la deuda aumentarían de 9,7% a 11,9%, acercándose nuevamente a los máximos observados en 2007. Otras regiones donde las relaciones de servicio de la deuda son alarmantes son Holanda, Australia y Corea del Sur, que representan respectivamente el 18%, el 15% y el 11% del ingreso disponible de los hogares.

La capacidad de las empresas para hacer frente a sus pasivos

Una de las formas más eficaces de entender la sensibilidad de las empresas a los tipos de interés, es medir su capacidad para gestionar su deuda pendiente.

Interest expense coverage ratio



Source: Bloomberg, ETF Securities as of close 21 March 2017

Creemos que el coeficiente de cobertura de intereses, que mide el EBIT (Beneficios antes de intereses e impuestos, por sus siglas en inglés) sobre el gasto de intereses, es el método más efectivo para medir esta sensibilidad. Una proporción de cobertura de interés de más de 3 veces se considera saludable,

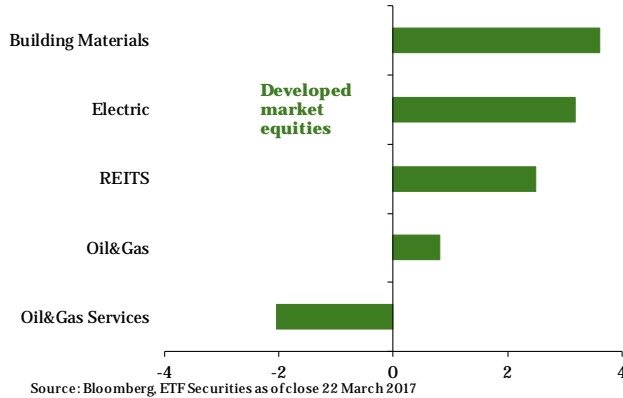
mientras que una tasa de cobertura de intereses por debajo de 1,5 veces es típicamente indicativa de una empresa que está teniendo dificultades para manejar su deuda.

Desde el punto de vista regional, como en el caso de los hogares, encontramos que Europa y los Estados Unidos tienen los índices de cobertura de interés más saludables, mientras que el Reino Unido ha experimentado un deterioro sustancial de su cobertura de interés, habiendo descendido de 9x en 2012, a sólo 3,4x hoy.

El FTSE 100 yace vulnerable

El Reino Unido está muy por debajo del nivel de cobertura de 5x y 6.3x visto en Europa y EE.UU respectivamente. En Europa, sin embargo, encontramos focos de vulnerabilidad; Italia por ejemplo, tiene una cobertura baja de sólo 2x. Y dentro del Reino Unido encontramos que es el FTSE 100 tiene una cobertura mucho más baja en relación con el FTSE 250. El desglose de los datos por sectores, revela que los más vulnerables son los de recursos y los vinculados al inmobiliario.

Interest Coverage Ratio (EBIT/Interest Expense)



Hemos constatado que estos sectores y regiones también carecen de consistencia en sus EBIT, registrando alguno de los más volátiles EBIT. La volatilidad del EBIT aumenta la sensibilidad de estos sectores a la subida de los tipos de interés.

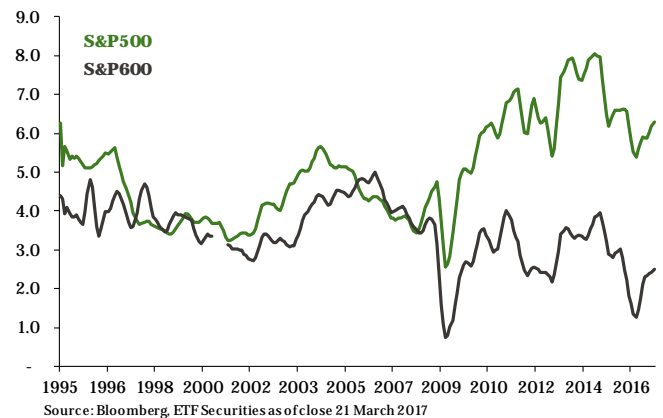
Los small caps estadounidenses en riesgo

Los small caps estadounidenses se han diferenciado de las big caps estadounidenses. Habiendo históricamente mantenido una correlación muy estrecha, la cobertura de intereses ha divergido entre pequeñas y grandes empresas. Los costes de financiamiento disponibles para las empresas más grandes, no han estado disponibles para sus contrapartes más pequeñas a tipos de interés equivalentes, más allá de que el crecimiento de los préstamos para pequeñas empresas se ha dado más rápido, desde su mínimo en 2010, que el de las grandes empresas.

Desde el punto de vista sectorial, los REIT son el grupo de empresas más evidente en el S&P 500, que son vulnerables a la subida de los tipos de interés. Tienen una baja tasa de cobertura de interés y altas valoraciones. A medida que los inversores emigran de los bonos de referencia, es probable que la demanda de REITS vacile. El sector del crudo y del gas también parece estar particularmente vulnerable, especialmente después de un año de precios muy bajos en el crudo. Sin embargo, es probable que la disminución de los costes, permita una recuperación de los beneficios en este sector. Las adquisiciones de los sectores farmacéuticos de pequeña capitalización y las inversiones en biotecnología, han hecho que sean particularmente vulnerables

a la subida de las intereses, con tasas de cobertura sobre intereses actuales de -3x.

Interest coverage ratio S&P600 vs S&P500



A pesar de las potenciales ventajas que tienen las pequeñas empresas, en Estados Unidos son particularmente vulnerables a las subidas de tipos. Las valoraciones de estas compañías también parecen ser elevadas y están prontas para una corrección: las actuales valoraciones de precios/beneficios ajustadas cíclicamente están en el percentil 93. Su capacidad de servicio de su deuda es pobre en relación con sus homólogas big caps.

Entendiendo el riesgo implícito

La volatilidad implícita en los contratos de opciones del S&P500 está subestimada. Un aumento en los tipos de referencia podría causar un desbaratamiento de las distorsiones que han suprimido el VIX.

Es probable que la estructura de plazo acentuada del VIX, sea el resultado de años de política monetaria flexible, la cual ha distorsionado las valoraciones del mercado. Perversamente, esta estructura de plazo acentuada le da a los inversores hambrientos de rendimiento que están cortos sobre el VIX, un rendimiento positivo (que representa un carry trade). Aunque esta pendiente es también un reflejo de los temores de algunos inversores respecto al futuro, ha existido muchos años antes de que el VIX alcanzara los mínimos actuales. De alguna manera, el carry trade y los temores sobre el futuro se están retroalimentando.

Esto ha creado una situación en la que el posicionamiento neto sobre el VIX en la CFTC, ha alcanzado mínimos históricos, lo que sugiere que un mayor número de inversores yacen cortos aprovechando este carry trade. Los tipos de interés más altos podrían provocar una liquidación desordenada de este posicionamiento dado que está muy extendido en la actualidad, lo que causaría un aumento en la volatilidad.

Hemos apartado a los sectores más vulnerables a los aumentos de intereses mirando a aquellos con la mayor carga de la deuda: las small caps de EE.UU, el FTSE 100 y los hogares del Reino Unido. Seguimos creyendo que los bancos centrales de los mercados desarrollados mantendrán un equilibrio fino entre la inflación y la recesión y por lo tanto, seguirán con un enfoque "restrictivo laxo". Esto podría hacer que algunas de estas distorsiones en el mercado persistir por un tiempo más. Asimismo los hogares y las empresas está expuestas al mayor riesgo de todos: un aumento súbito en los intereses en los casos donde ya cuenten con elevados costes de deuda.

Poca integridad entre los miembros de la OPEC

Por Nitesh Shah – Director – Commodity Strategist | nitesh.shah@etfsecurities.com

Resumen

Aunque algunos países miembros de la OPEC involucrados en el acuerdo para reducir la producción están cerca de cumplir con su cuota pactada, como grupo, el cártel sólo ha reducido un 83% de los 1,2 millones de barriles acordados.

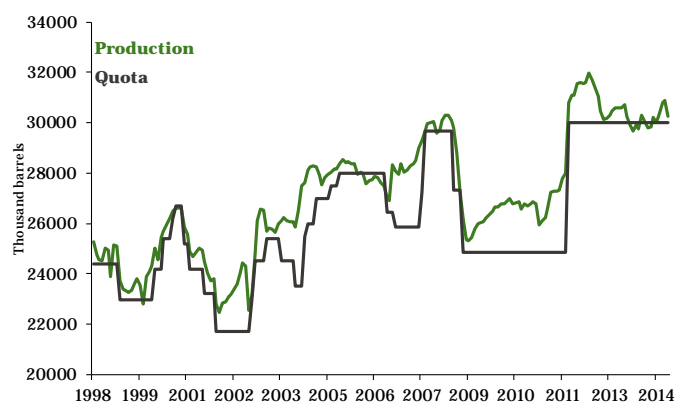
La extensión del acuerdo parece difícil, dado que los países no miembros de la OPEC están mucho menos comprometidos a cumplir con lo acordado y quieren tomarse más tiempo para evaluar las condiciones del mercado.

Los recortes de producción han permitido a EE.UU. ganar participación de mercado. Cuesta creer que la OPEC quiera seguir perdiendo cuota de mercado a menos que los precios se recuperen significativamente. El aumento de la producción estadounidense mantiene a los precios del crudo bajo control.

El pobre historial de cumplimiento de la OPEC

En noviembre de 2016, la OPEC acaparó los titulares con un acuerdo para reducir la producción en 1,2 millones de barriles con respecto a los niveles de octubre. El cartel abandonó su anterior estrategia de dos años de maximizar la cuota de mercado. Además, el grupo logró convencer a algunos miembros no pertenecientes a la OPEC de que participaran en el esfuerzo por recortarla. Sin embargo, el grupo ha tenido un pobre historial de cumplimiento de las cuotas y nos preguntamos si esta vez será diferente.

OPEC: Actual production vs quota

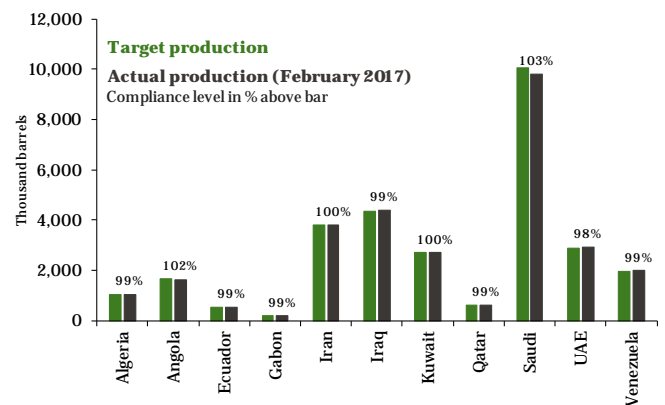


Source: Bloomberg, ETF Securities as of close 24 March 2017

El nivel de cumplimiento individual parece ser bueno

En el actual acuerdo de la OPEC, a la mayoría de los países miembros se les asigna una cuota individual. La mayoría de los países con cuota están cumpliendo bien con la producción pactada y han reducido la producción cerca de la meta. Algunos países incluso la han reducido más de lo que están obligados a, sobre la base de los datos de fuentes secundarias.

Compliance in current deal



Source: Based on secondary communication, ETF Securities as of close 24 March 2017

Una ilusión

Sin embargo, el acuerdo de la OPEC se vendió como un recorte de 1,2 millones de barriles en su producción y hasta el momento, la reducción no ha sido tal. La razón es que una serie de países están exentos del acuerdo, incluyendo a Libia y Nigeria. Irán se dio el lujo de aumentar la producción en 90 mil barriles (aunque curiosamente en el anuncio de la OPEC su nivel objetivo era inferior a lo que estaba produciendo en octubre). El valor de referencia de Angola se fijó en los niveles de septiembre más que en los niveles de octubre. El valor de referencia de Arabia Saudita se situó en un nivel superior al que se imprimió en el Informe Mensual sobre el Mercado de Crudo de noviembre de la OPEC (presumiblemente, las cifras se revisaron después de la reunión de fijación de cuotas). Indonesia, que produce cerca de 750 mil barriles diarios, suspendió su membresía en torno al momento del acuerdo y por lo tanto volvió a ser libre para aumentar su producción.

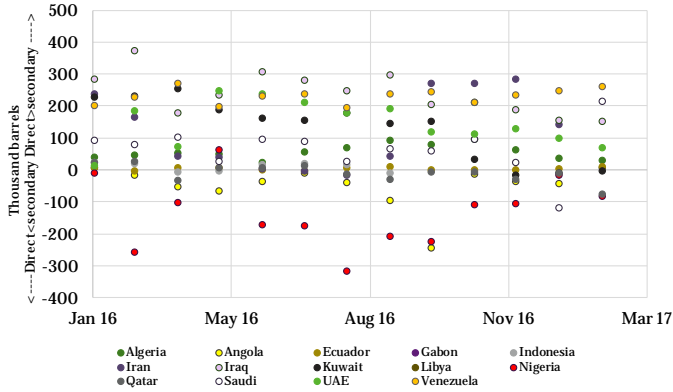
Los recortes de producción de la OPEC (excluyendo Indonesia) sólo han ascendido a 997 mil barriles y no a los 1,2 millones anunciados. Por lo tanto, el grupo sólo viene cumpliendo con el 83%.

La comunicación directa de la OPEC versus la secundaria

El acuerdo había sido elaborado sobre la base de la información de las fuentes secundarias para establecer los valores de referencia. Además, estas fuentes secundarias se utilizan para fines de monitoreo e incluyen a la International Energy Agency, la S&P Global Platts, la Argus Media, la U.S. Energy

Information Administration y la Petroleum Intelligence Weekly. La OPEC también informa de lo que sus propios miembros piensan que están produciendo. Sin embargo, estos datos son incompletos, ya que excluye a Libia y Gabón. Observando las discrepancias entre esta comunicación directa y las fuentes secundarias durante el año pasado, se revela que hay sesgos consistentes. La mayoría de los países de la OPEC creen que están produciendo más de lo que las fuentes secundarias informan, es decir, ellos mismos no creen que la producción sea tan baja como la que se reporta por fuentes secundarias.

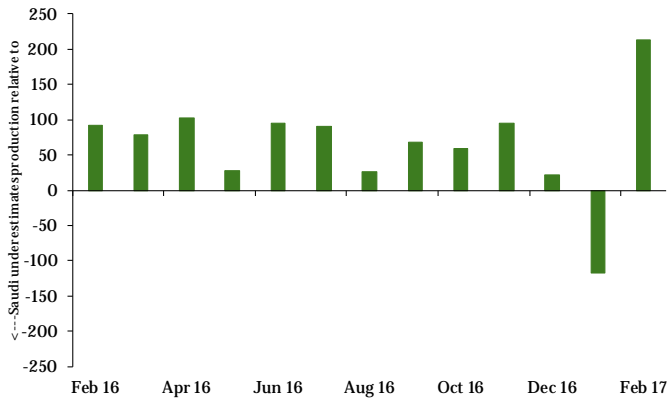
Direct vs. secondary discrepancy



Source: OPEC, ETF Securities as of close 23 March 2017
Data represents production estimate from direct communication less production estimate from secondary sources

Aunque Arabia Saudita sobreestima bastante seguido su propia producción (relativa a las fuentes secundarias), en enero de 2017 hizo la excepción para dar un ejemplo a los miembros de la OPEC para que la redujeran agresivamente. Declaró un recorte de 877 mil barriles a octubre de 2016. Eso se compara al recorte solicitado de 486 mil barriles.

Saudi Arabia: direct vs secondary discrepancy



Source: Bloomberg, ETF Securities as of close 23 March 2017

Desafiando los factores estacionales

La reducción de la producción en enero y febrero fue relativamente fácil porque la misma no se redujo tanto como era normal en los últimos cinco meses de 2016. Las tendencias estacionales indican aumentos de producción de cara a los próximos meses. El mantener la producción tan baja irá contra estas tendencias estacionales.

Cambios en la producción mensual de Arabia Saudita

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
2017	-610	-90										
2016	50	0	-10	10	60	210	190	-20	-40	-20	-50	-50
5-year average	-16	-7	72	71	86	118	136	-32	-48	-24	-74	-126

Fuente: Bloomberg, producción estimada de la OPEC, ETF Securities al 23 de marzo de 2017

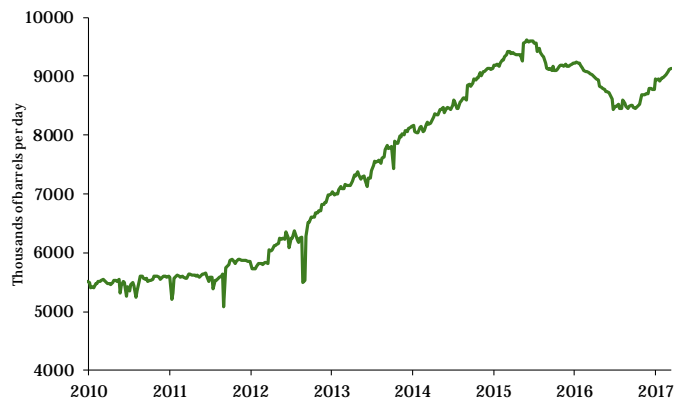
Los no-miembros de la OPEC

Aunque varios miembros de la OPEC reclaman que sus integrantes cumplan la totalidad de lo acordado, los miembros no pertenecientes al cártel que participan en el acuerdo no lo han respetado tanto. Si bien se suponía que el acuerdo era revolucionario debido a la participación de países no pertenecientes a la OPEC, parece que la OPEC está haciendo la mayor parte del trabajo pesado. El más grande de los países no miembros de la OPEC, Rusia, ha reducido la producción sólo en 185 mil barriles, según el ministro de Energía de Rusia, Alexander Novak, en una entrevista a Bloomberg el sábado 25 de marzo. Eso se compara con los 300 mil barriles a los que se había comprometido a recortar. En el más reciente Comité Conjunto de Seguimiento de los Ministros miembros y no miembros de la OPEC en Kuwait, el comité anunció que el cártel y los países no miembros alcanzaron un nivel de conformidad del 94% en febrero. Una vez más creemos que esta cifra no incorpora la del aumento de la producción realizado por los países de la OPEC que contaban una exención de recortarla.

¿Se extenderá el acuerdo?

En las últimas semanas se ha hablado mucho de extender el acuerdo más allá de los seis meses iniciales. Arabia Saudita dijo que si los inventarios de crudo de la OCDE permanecen por encima de la media de cinco años, está dispuesto a apoyar una extensión. Otros cuatro miembros de la OPEC supuestamente también apoyaron a la JMMC. Omán, un miembro no perteneciente a la OPEC también adhirió. Sin embargo Rusia dijo que necesita más tiempo para evaluar el mercado, los inventarios y la producción en los Estados Unidos y otros países no pertenecientes al cártel. Esto es probable que sea el punto clave, a juzgar por la cuota de mercado que los EE.UU ha tomado en los últimos meses. El coste mínimo al cual la producción estadounidense de shale oil puede realizarse es de \$40/bbl hoy en día, frente a los \$80/bbl de hace tres años. El aumento de la producción estadounidense limitará los precios en torno a los \$55 /bbl y por lo tanto, reducirá la motivación para que la OPEC la recorte aún más.

US Crude Oil Production



Source: Bloomberg, ETF Securities as of close 27 March 2017

La oferta de metales podría reducirse debido a las preocupaciones ambientalistas más acentuadas

Por Nitesh Shah – Director – Commodity Strategist | nitesh.shah@etfsecurities.com

Resumen

La extracción y producción de materias primas ha dado lugar también a las preocupaciones ambientales, especialmente en los mercados emergentes.

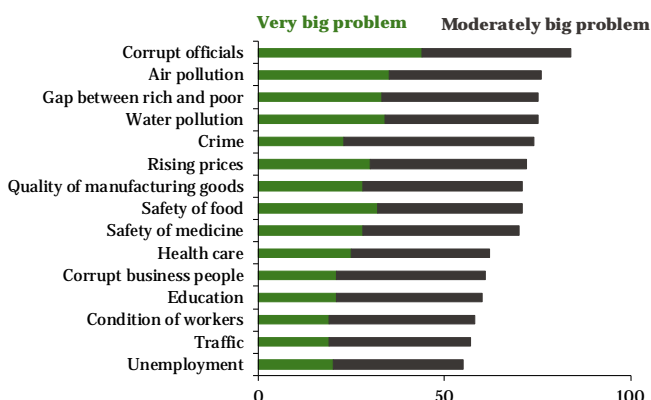
Tanto China como Filipinas están adoptando una postura más dura sobre la protección del medio ambiente.

China es el mayor productor de aluminio y Filipinas es el mayor productor de níquel. Ambos metales están en riesgo de déficit de oferta como resultado de la nueva política medioambiental.

China aborda las principales preocupaciones

China tiene un problema de contaminación. Según el Anuario Estadístico de China, el 60% de las aguas subterráneas no son aptas para el consumo humano. De las 161 ciudades cuidadosamente monitoreadas, sólo 16 ciudades alcanzaron los estándares nacionales de calidad del aire. Aunque las autoridades chinas pudieron haber logrado un crecimiento económico superior durante décadas, se han quedado cortos en la obtención de mejores resultados ambientales. Su frágil sistema político de partido único se basa en la paz social. Eso es difícil de lograr si la población está molesta con el estado del medio ambiente. Según las encuestas recientes, la contaminación del aire y el agua son respectivamente el segundo y tercer problema más acuciante para los hogares chinos. Están por encima de la disparidad de ingresos, las condiciones laborales y el desempleo. Según Beijing News, la contaminación medioambiental fue la causa de casi el 50% de todos los disturbios de masas que involucraron a más de 10.000 personas.

Chinese perception of domestic problems



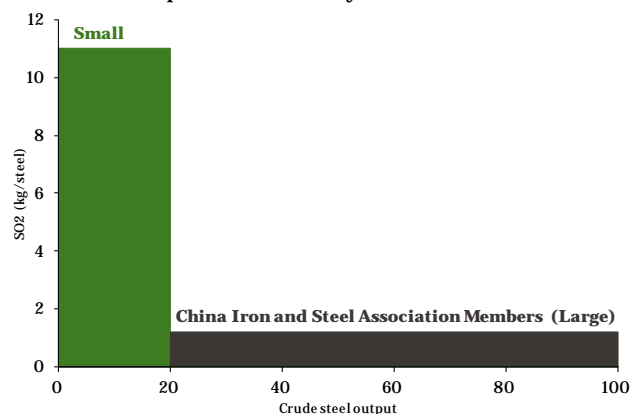
Source: PEW Global Attitudes Survey, ETF Securities as of close 20 March 2017

Los gobiernos locales ponen obstáculos al más reciente plan quinquenal

El gobierno chino ha actuado sobre estas preocupaciones. En el 11º Plan Quinquenal (2006-2010), se fijaron objetivos para la limpieza del medio ambiente. En el 12º Plan Quinquenal (2011-2015), se enmendó la Ley de Medio Ambiente para elevar la pena por las violaciones y reducir el umbral para que una violación sea condenada como un delito. Sin embargo, la aplicación sigue siendo un problema clave debido a la estructura administrativa de China. Las autoridades locales eran responsables de la contratación y el pago de las agencias locales de medio ambiente. Ellos tenían intereses creados en la protección de las industrias contaminantes en su jurisdicción con el fin de alcanzar sus objetivos de crecimiento económico. Una de las principales enmiendas del decimotercer plan quinquenal (2016-2020), consiste en separar a las agencias de vigilancia y observancia ambiental de los gobiernos locales y llevarlas a reportar directamente a los departamentos provinciales de protección ambiental.

El cambio en la estructura de gobierno finalmente comenzará a dar rienda suelta a la política ambiental. En la industria siderúrgica, por ejemplo, el Ministerio de Protección del Medio Ambiente creó un equipo de inspección dedicado a evaluar si las empresas siderúrgicas se adherían a las normas estatales de tecnología y emisión. Después de haber visitado 1019 empresas siderúrgicas, se encontró que 173 empresas habían infringido las reglas. De esas empresas infractoras, 29 se habían cerrado temporalmente para que rectificaran sus problemas y a 23 se les había impuesto multas por \$ 2,8 millones a estas empresas. Los pequeños e ineficientes molinos de acero son los principales infractores. Producen más contaminantes en relación con su producción de acero. El Ministerio de Protección Ambiental pretende cerrar el equivalente de entre 100 y 150 millones de toneladas de capacidad excedentaria en los próximos cinco años.

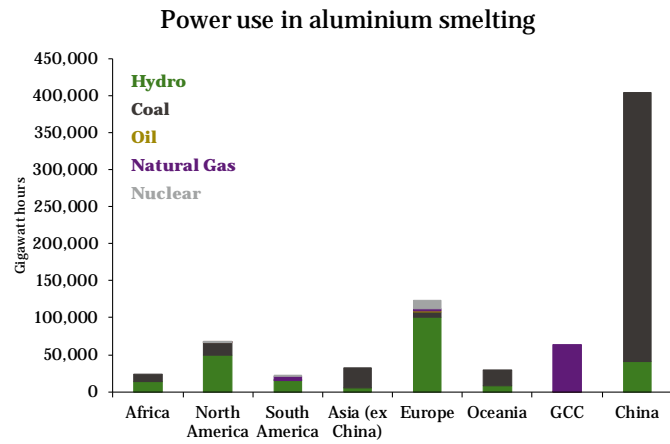
Sulphur emission by size of steel mill



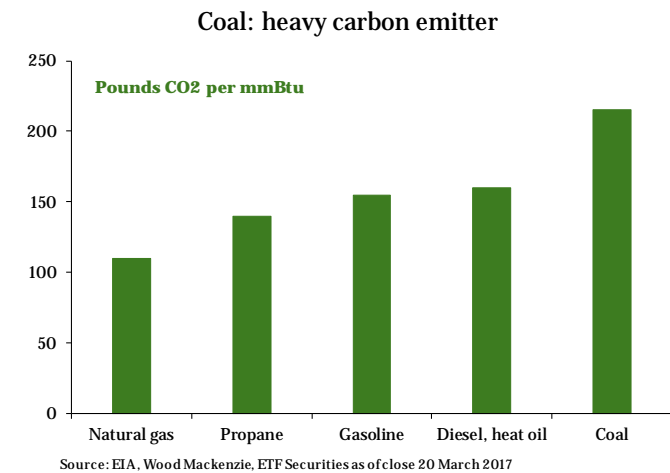
Source: Ministry of Environmental Protection, China Iron and Steel Association

Recortes en la producción de aluminio

Si bien el sector siderúrgico fue el eje de las iniciativas ambientales en 2016, la superproducción de aluminio es el área que las autoridades abordarán en 2017. Al igual que el acero, los productores marginales son los que son particularmente contaminantes y el exceso crónico de capacidad ha sido producto de la complacencia de los gobiernos locales para retirar el financiamiento a los productores que producían a pérdida.



China produce cerca de la mitad de la producción mundial de aluminio. Este metal requiere un volumen de energía muy intensivo para ser producido debido al uso de electricidad en el proceso de fundición. Dado que China utiliza el carbón como fuente de energía para la mayor parte de su fundición, es particularmente contaminante. En cambio, la mayoría de la producción en otros lugares es alimentada por la hidroelectricidad, que no emite carbono.



Según informes oficiales y de prensa, hasta el 30% de la capacidad se podría recortar en Henan, Shandong y Shanxi durante la temporada de invierno de calefacción. Estas regiones representan cerca del 20% de la capacidad mundial, por lo que sus cierres podrían recortar el 6% de la capacidad mundial durante el invierno. Eso podría ser suficiente para que el mercado de aluminio entre en déficit.

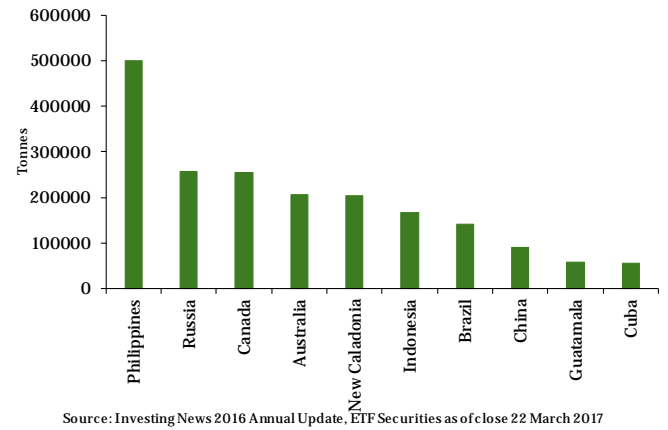
El cierre de minas de las Filipinas

En febrero de este año, el ministro interino de Medio Ambiente de Filipinas ordenó a 23 de las 41 minas del país cesar sus actividades por presuntas violaciones ambientales. 15 de los 23 se encuentran dentro de las cuencas hidrográficas. El ministro

también ordenó la cancelación de 75 contratos de minería, o casi un tercio de los acuerdos de participación en la producción de minerales que aún no han entrado en producción, por estar ubicados en áreas de cuencas hidrográficas.

Una cuenca hidrográfica es un área de tierra donde toda el agua que está debajo de ella, o la que se drena de ella, se acumula en el mismo lugar. Las cuencas hidrográficas son importantes para llevar los nutrientes adecuados a otras cuencas de drenaje.

Top 10 Nickel Producers



Aunque se están disputando los cierres de minas y el ministro provisional del medio ambiente está a la espera de que el Ejecutivo le confirme la permanencia de su cargo, el presidente de Filipinas ya le ha expresado su pleno apoyo. Con tal capital político detrás de la iniciativa ambiental, existe un riesgo significativo a que los cierres de las minas entren en vigor.

Otros mercados emergentes

Aunque no es un gran productor de metales, el Congreso de El Salvador recientemente votó para prohibir la minería de cualquier metal en el país. Eso viene después de que los operadores mineros extranjeros violaran las leyes ambientales y no pagaron las multas. El enfoque en la legislación ambiental podría convertirse en un tema de gran trascendencia para otros países.

Sustentabilidad en las inversiones: el mito del desempeño

Por Edith Southammakosane – Director – Multi-Asset Strategist | edith.southammakosane@etfsecurities.com

Resumen

La inversión sostenible se está convirtiendo en un tema indispensable, a medida que los inversores buscan cada vez más carteras que aborden o capitalicen los desafíos ambientales y sociales de la actualidad.

El rendimiento superior a través de la exposición a empresas con una alta calificación de *Environment Social and Governance* (ESG, ambiente, entorno social y administración) aún no se ha probado.

Las estrategias que superan al índice de referencia requieren múltiples criterios de selección además de la selección realizada por el ESG en general o incluso por las puntuaciones individuales de las variables E, S o G.

La Inversión Sostenible y Responsable (ISR), tal como se define en el Estudio ISR Europeo 2016, es "un enfoque de inversión a largo plazo que integra a los factores ESG en el proceso de investigación, análisis y selección de valores dentro de una cartera de inversiones".

La ISR apela a un creciente número de inversores institucionales e individuales, que en 2015 representaron más de 22.000 millones de euros² de activos en Europa y US\$ 6.5 billones³ en Estados Unidos en 2014. Desde la perspectiva de un gestor de activos, ofrecer soluciones ISR es una oportunidad para atraer activos a largo plazo de nuevos tipos de inversores que no sólo buscan un retorno o de ingresos, sino también sienten un deber moral hacia el planeta y las generaciones futuras.

En esta nota, estamos analizando el impacto de las estrategias de ISR sobre el rendimiento utilizando la oferta de ISR existente, centrándonos en soluciones de inversión pasivas de proveedores de índices bien establecidos.

El marco

Muchas iniciativas, como los principios del Pacto Mundial de las Naciones Unidas (Naciones Unidas) o sus Principios para la Inversión Responsable (PRI), se han convertido en la base para evaluar a las empresas y sus compromisos ESG, definidos de la siguiente manera:

- Los temas ambientales que incluyen el calentamiento global, el uso de energía, la gestión de desechos y la contaminación;
- Los factores sociales que se relacionan con las políticas internas de la empresa, la diversidad, la igualdad de género y beneficios para la comunidad;

- Los asuntos de gobernanza que se refieren a la estructura del consejo y a la independencia, los derechos de los accionistas y la compensación.

La selección de empresas para su exposición ESG se está convirtiendo en algo esencial en cualquier proceso de decisión de inversión. Dado el extenso trabajo requerido en el proceso de selección y el mantenimiento de una base de datos ESG, la mayoría de las soluciones de inversión han desarrollado internamente una herramienta de calificación ESG o están utilizando los datos proporcionados por una agencia de calificación ESG.

El proceso de selección

Si bien el sistema de puntaje sigue siendo altamente subjetivo, las agencias que ofrecen datos ESG están clasificando a las compañías cotizables a través de diferentes mecanismos como:

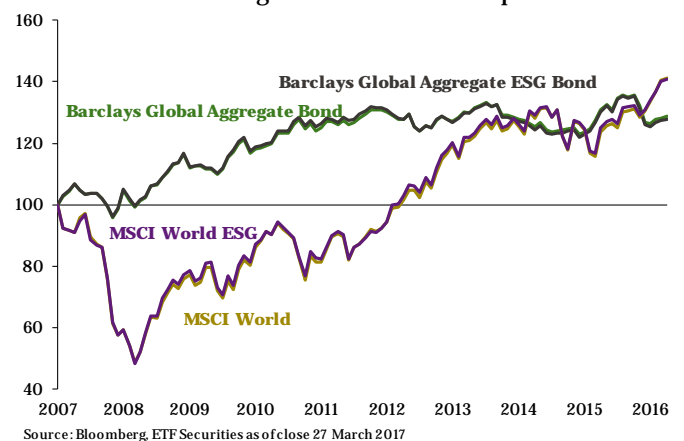
1. un examen negativo que excluye a todas las empresas que operan en las industrias "pecadoras" como el alcohol, el tabaco y las armas.
2. una evaluación positiva en la que las empresas se analizan basadas en una lista de criterios ESG y condiciones y se les atribuye una puntuación por los sub-factores E, S o G y un puntaje global ESG.
3. la capacidad de las empresas para mantener su compromiso a largo plazo.

La ponderación aplicada a E, S y G varía según el sector o la industria a la que pertenece la empresa, lo que permite que las empresas de diferentes sectores sean comparables.

El impacto del desempeño ESG

En esta sección, analizamos si el escrutinio de los componentes de los índices de renta variable o bonos a través de factores ESG tienen alguna diferencia en términos de rendimiento. Para ello tomamos como referencia los índices MSCI World y Barclays Global Aggregate para renta variable y renta fija así como sus respectivos equivalentes ESG.

Screening for ESG has little impact



El gráfico muestra que ambas versiones ESG de los índices de referencia sobre renta variable y bonos, que ponderan a los componentes de acuerdo a sus puntuaciones ESG, se

² European SRI Study – European Sustainable Investment Forum (Eurosif), 2016

³ The Impact of Sustainable and Responsible Investment – US Forum for Sustainable and Responsible Investment (USSIF), 2016

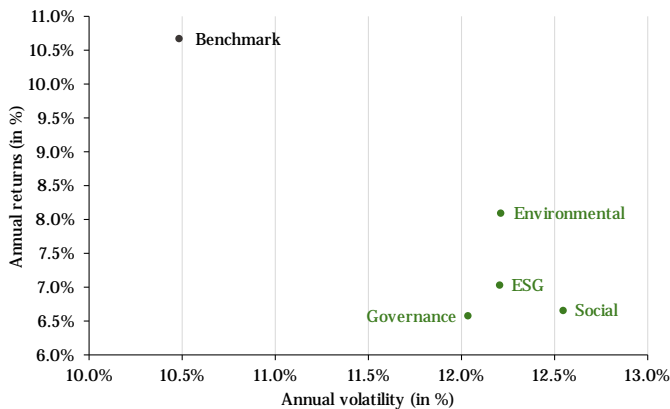
superponen a su respectivo índice de referencia. Esto muestra que la selección por criterio ESG no hace mucha diferencia en términos de rendimiento. No obstante, se puede argumentar que el desempeño pasado no es relevante debido a que es probable que las empresas que cumplen con ESG, se beneficien financieramente durante la próxima década.

Desglosando los factores E, S y G

Muchos estudios académicos han demostrado que la selección de valores basados en su calificación global ESG no es suficiente para demostrar un rendimiento significativamente superior. Algunos sugieren dar un paso más allá mirando a los factores E, S y G por separado para obtener mejores resultados.

Para el propósito de nuestro análisis, estamos utilizando los índices lanzados por STOXX basados en la puntuación de Sustainalytics, uno de los mayores proveedores de datos de ESG en el mundo. El universo de los índices Global ESG Leaders proviene del índice STOXX Global 1800. Para ser incluido en los subíndices E, S o G, una empresa debe tener una puntuación de al menos 75 de cada 100 en ese factor y una puntuación de al menos 50 en los otros dos factores, una estrategia conocida como *best-in-class* (mejor de la clase) frente a la estrategia ESG mencionada anteriormente.

Environmental outperformed ESG by 1%



Source: Bloomberg ETF Securities as of close 27 March 2017 in EUR

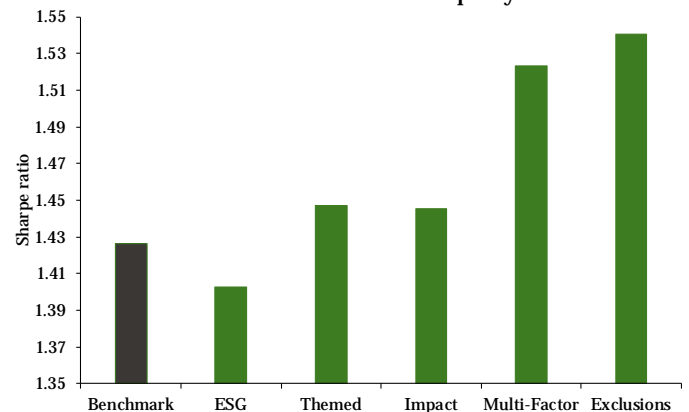
A pesar de que el gráfico anterior muestra que el perfil de riesgo/retorno de los índices que tienen mayor exposición a E, S o G, difiere significativamente en comparación con el índice ESG, todos tienen un rendimiento inferior a la media del 3,6% con respecto al índice de referencia. Enfocándose en los índices ESG, el Ambiental (E) supera al índice general de ESG en un 1% por año para el mismo nivel de riesgo, mientras que los índices de gobernabilidad (G) y sociales (S) se valorizan en una media del 0.4%.

Mientras que los índices E, S y G equivalentes para los bonos no están disponibles, un estudio de Barclays⁴ muestra que los bonos con altos puntajes de Administración (G) obtienen mejores resultados que los bonos con alta calificación ambiental (E) o de entorno social (S) o ESG. Esto coincide con un estudio de 2014⁵ basado en los datos de Sustainalytics que, con el fin de que las carteras obtengan un rendimiento superior, recomendaban adquirir una mayor exposición a sub-factores específicos dentro de los E, S y G que tienen la mayor correlación con los beneficios de las empresas. En este análisis se descubrió que entre los principales 10 sub-factores, 7 son de administración (G), 2 son sub-factores de entorno social (S) y sólo un sub-factor es de carácter ambiental (E).

Estrategias para una cartera ESG

En esta sección, comparamos diferentes estrategias de ESG utilizando índices lanzados por Standard & Poor's y analizamos su desempeño en comparación con el índice de referencia S&P 500. Como se ha mencionado anteriormente, la estrategia básica ESG pondera a los componentes de acuerdo con sus puntuaciones ESG. La estrategia de Temática de Sustentabilidad proporciona una exposición a cuestiones específicas, en este caso tomándose en cuenta las empresas que son carbono-eficientes. La estrategia de Impacto proporciona una exposición a empresas del S&P 500 que cumplen criterios sociales (S) y ambientales (E), mientras que la estrategia de Exclusiones aparta a las compañías que poseen reservas de combustibles fósiles. La estrategia Multi-factores se relaciona con una estrategia ESG que combina múltiples estrategias de ESG, incluyéndose en este caso las de Impacto y Exclusiones.

Exclusions enhances the Sharpe by 8%



Source: Bloomberg ETF Securities as of close 27 March 2017. Risk free rate = 0.35%

Desde diciembre de 2011, las Exclusiones y las estrategias multifactoriales mejoraron la relación de Sharpe en una media del 8% y un 7% en comparación con su índice de referencia. Las estrategias Temáticas y de Impacto son las que presentan los segundos mejores los rendimientos ajustados por riesgo en una media de 1%. Por su parte las estrategias ESG, si bien reducen la relación de Sharpe en un 2%, son más volátiles. Todas las estrategias han superado al desempeño de índice de referencia en una media del 0,7% anual para niveles de riesgo muy similares -excepto en la estrategia básica ESG-.

El creciente interés en la inversión sustentable refleja la tendencia de invertir en sectores temáticos a más largo plazo, así como la necesidad de incorporar las crecientes restricciones ambientales que pueden afectar la rentabilidad corporativa. El tener en cuenta estos riesgos en una fase temprana permite a las empresas mitigar el potencial impacto negativo sobre los ingresos y finalmente, beneficiarse financieramente a largo plazo.

En esta nota, hemos demostrado que el mayor rendimiento a través de la exposición a empresas con altas puntuaciones ESG sigue siendo un mito por el momento. Los inversores deben considerar el ESG en su proceso de decisión de inversión sea incorporando múltiples factores de clasificación o utilizándolo como herramienta de gestión de riesgo para reducir el riesgo operativo a futuro.

⁴ Sustainable investing and bond returns – Barclays, 2016

⁵ A Quantitative Approach to Responsible Investment: Using ESG-Multifactor Models to Improve Equity Portfolios – Fetsun and Söhnholz, 2014

El litio & los metales energéticos

Por James Butterfill – Head of Research & Investment Strategy / james.butterfill@etfsecurities.com

& Maxwell Gold – Director – Investment Strategy / maxwell.gold@etfsecurities.com

Resumen

La adopción creciente de la tecnología de batería será una bendición para la demanda de litio, cobalto y manganeso.

En estos mercados los inversores considerarán los factores geopolíticos y de concentración de oferta.

Las limitaciones de la oferta de otros metales utilizados en baterías y productos electrónicos, como el níquel y el cobre, no son tan graves. De esta forma estos metales "tradicionales", pueden no beneficiarse tanto a corto plazo.

Según las estimaciones del Deutsche Bank, las baterías comprenderán casi el 70% de la demanda mundial de litio, lo que representa un aumento de aproximadamente el 30% a partir de 2015. Aunque tememos que el bombo sobre la tecnología del litio sea excesivo, ya que los productores de carbonato de litio aumentan la producción, la oferta de litio seguirá siendo insuficiente. Según la consultora BMI Research, la oferta mundial de litio se duplicará a 90.000 toneladas, mientras que 120.000 toneladas son necesarias para mantener el equilibrio del mercado. Sin embargo, debido al material comprometido en los contratos en 2017 y su falta de liquidez general, puede no haber una respuesta de precios en 2017 dentro del mercado europeo del litio.

Sin embargo, esta tendencia creciente no se limita a la demanda de litio. Es probable que la demanda de otros componentes clave en las baterías de iones de litio (Li-ion), también aumente en los próximos años. Si bien el ritmo de demanda de estos otros metales puede variar, la adopción continua de la tecnología de baterías de iones de litio en los vehículos eléctricos, la electrónica y el almacenamiento de energía, despertará un interés mayor en los mercados de metales más tradicionales.

Desglose de los componentes de la batería

Las baterías de cualquier tipo comparten la misma anatomía básica. Todos ellos constan de dos electrodos que sostienen cargas opuestas: un ánodo (negativo) y un cátodo (positivo). Tienen un tercer componente: el electrolito, el cual es un medio químico que permite el flujo de electricidad. Los inversores se han visto atraídos a esta área dado que en las baterías de iones de litio (Li-ion), el electrolito está hecho de litio, mientras que el ánodo para la mayoría de las baterías está hecho de grafito.

Los cátodos en las baterías de Li-ion, sin embargo, vienen en muchos tipos dependiendo de su aplicación prevista. El cobalto es utilizado para la mayoría de los dispositivos electrónicos, como los teléfonos inteligentes, ordenadores portátiles y herramientas eléctricas, mientras que el níquel y manganeso

son utilizados como el material de cátodo más común en los vehículos electrónicos.

Tipos de cátodos de batería de iones de litio

	Composición del cátodo	Ponderación	Uso principal
Óxido de cobalto de litio (LCO)	Cobalto	100%	Teléfonos móviles, laptops, cámaras digitales
Óxido de manganeso de litio (OVM)	Manganeso	100%	Vehículos eléctricos, herramientas eléctricas, dispositivos médicos
Óxido de aluminio de cobalto de níquel de litio (NCA)	Níquel Cobalto Aluminio	80% 15% 5%	Vehículos eléctricos (Tesla), dispositivos médicos, células eléctricas
Óxido de cobalto de níquel y manganeso de níquel (NMC)	Níquel Manganeso Cobalto	33% 33% 33%	Células eléctricas, bicicletas electrónicas, dispositivos médicos

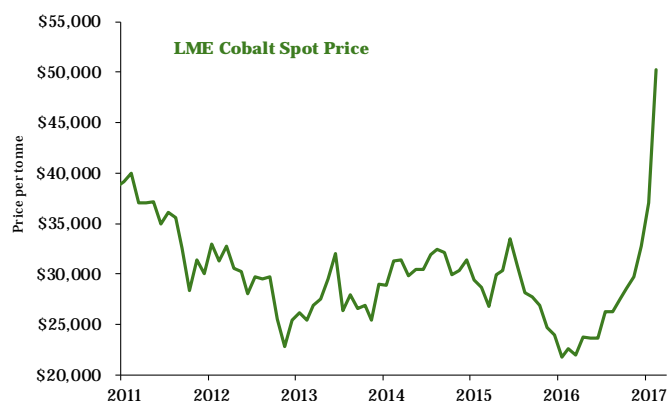
Fuente: BofAML Global Research, BatteryUniversity.com, ETF Securities. Datos del gráfico al 27/03/2017.

Los inversores luchan por el cobalto

Las continuas tendencias de las tecnologías móviles, la electrificación y el Internet de las cosas han sido clave para el cobalto, el cual es el único componente catódico para las baterías de óxido de cobalto de litio. Además, ciertos vehículos eléctricos, híbridos y a enchufe así como las células eléctricas, utilizan el cobalto en su mezcla de baterías.

Los inversores han puesto su atención en esta área dado que según el Cobalt Development Institute, cerca del 42% de la demanda de cobalto proviene de las aplicaciones a las tecnologías de batería. Desde junio de 2016, el precio del cobalto cotizado en la Bolsa de Metales de Londres acumula una apreciación del 125%, con un rendimiento desde comienzo de año hasta el 27 de marzo, de un 64%.

Speculation in cobalt is on the rise



Source: Bloomberg, ETF Securities as of close 29 March 2017

Casi todo el cobalto (94%) se produce a partir del níquel y el cobre y sólo el 6% de la producción se concentra en las operaciones primarias. Esto hace que la oferta de cobalto corra el riesgo de reducirse debido al uso industrial más amplio que

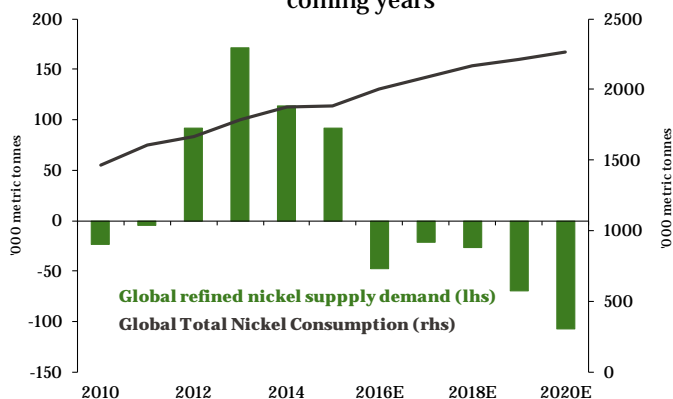
puede alcanzar. Como resultado, la firma Macquarie Research prevé mayores déficits de oferta hasta 2020 debido a que hoy en día, los proyectos de producción son limitados.

La inclusión del manganeso y el níquel en las baterías depende de la aplicación a vehículos eléctricos específicos

Evaluando las tecnologías de Li-ion aplicadas a las actuales flotas de vehículos eléctricos, encontramos que las baterías más comunes son las que incorporan manganeso y níquel dentro de sus cátodos.

El manganeso se asocia tradicionalmente con su uso en la producción de acero y aún sigue sin ser del todo reconocido para la fabricación de baterías en comparación con la atención que el litio, el grafito y el cobalto han recibido. La incorporación de manganeso en las baterías tiene varios beneficios sobre el cobalto, incluyendo un menor coste, mayor seguridad y mayor potencia (pero menor capacidad). Estas características han demostrado ser atractivas para los fabricantes de vehículos eléctricos, en particular para su uso en grupos moto-propulsores eléctricos.

Nickel is expected to meet reduced supply in coming years



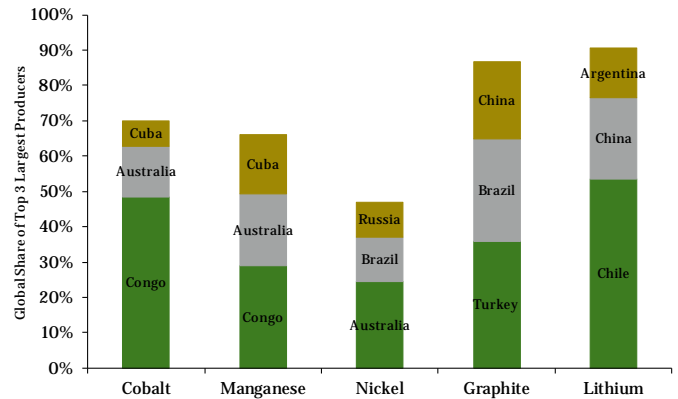
Source: RBC Capital Markets, ETF Securities as of close 28 March 2017

De acuerdo con RBC Capital Markets, se prevé que el mercado global de níquel experimente un déficit de oferta hasta 2020 con la creciente demanda. Aunque se espera que la demanda de níquel para la fabricación de baterías también aumente, la cantidad de níquel que requieren es pequeña (entre 7 y 18 kilogramos por batería). Asimismo es probable que las baterías sigan siendo una parte menor del mercado total de níquel. Esto tendría consecuentemente un impacto limitado a los precios.

Concentración de recursos y geopolítica

Al igual que con cualquier recurso natural, la cadena de suministro y las concentraciones de reservas son consideraciones importantes para los fabricantes. Esto parece ser especialmente clave para la producción de baterías y las industrias relacionadas.

Supply reserves are heavily concentrated



Source: US Geological Survey, Bloomberg, ETF Securities as of close 28 March 2017

Buena parte de la oferta de los materiales de las baterías de iones de litio, a excepción del níquel, está concentrada en sólo tres países que poseen más de dos tercios de las reservas mundiales económicamente viables.

El cobalto sigue siendo el más vulnerable a los cortes de producción. Casi el 50% de las reservas mundiales de cobalto se concentran en la República Democrática del Congo, la cual atraviesa fases de inestabilidad política y de conflictos. El Congo es más de tres veces el tamaño del siguiente productor más grande, Australia, lo que dificulta las fuentes alternativas cuando se interrumpe el suministro.

Otros beneficiarios

Actualmente, los automóviles normales de combustión interna usan 20kg de cobre, mientras que los híbridos utilizan 40kg y los vehículos eléctricos usan 80kg, principalmente en los cableados que transmiten energía a las cadenas cinemáticas, a las cadenas cinemáticas mismas y la batería. Según BHP Billiton, si el mercado de vehículos eléctricos crece a 140 millones de unidades en 2035 como se espera, entonces esto equivaldría a alrededor de un tercio de la demanda total de cobre.

Los motores de vehículos eléctricos también utilizan metales de tierras raras como el disprosio y el terbio, los cuales a los fabricantes les es dificultoso su acceso. Esto hace que estén desarrollando nuevas formas de reducir su exposición a estos metales. Honda ha desarrollado recientemente un imán de alto rendimiento que no requiere ningún metal de tierras raras. La evolución de precios de metales de tierras raras ha sido mediocre debido a la falta de controles de China sobre la oferta.

Información Importante

Este comunicado ha sido emitido y aprobado de acuerdo con el Art. 21 de la Ley de Servicios y Mercados Financieros del 2000 por ETF Securities (UK) Limited (en adelante, “**ETFS UK**”), entidad autorizada y registrada en la Autoridad de Conducta Financiera del Reino Unido (United Kingdom Financial Conduct Authority (“**FCA**”)).

La información contenida en esta comunicación es sólo para su información general y no será considerada una oferta de venta ni una solicitud de oferta para que compre valores. Esta comunicación no deberá ser utilizada como base de una decisión de inversión. El rendimiento histórico no es indicativo del rendimiento futuro y cualquier inversión puede perder valor.

Este documento no es, y en ningún caso deberá considerarse como un anuncio o cualquier otro paso en la consecución de una oferta pública de acciones o valores en los Estados Unidos ni provincia ni territorio del mismo. Ni este documento ni ninguna copia del mismo deberá ser usado, transmitido o distribuido (directa o indirectamente) en los Estados Unidos.

Este comunicado puede contener comentarios independientes del mercado elaborados por ETFS UK basados en información disponible al público. Aunque ETFS UK se esfuerza por asegurar la exactitud del contenido para este comunicado, ETFS UK no garantiza su exactitud o veracidad. Cualquier proveedor de información utilizado como fuente de la información de este comunicado no representa de ninguna manera ni garantiza dicha información. ETFS UK ha expresado su propia opinión relacionada a determinados productos o actividades de mercado, si bien, este punto de vista podría cambiar. Ni ETFS UK, ni ninguna filial, ni ninguno de sus respectivos ejecutivos, directores, socios o empleados acepta ninguna responsabilidad de ningún tipo de cualquier pérdida directa o indirecta derivada del uso de este comunicado o de su contenido.

La FCA requiere a ETFS UK para que aclare que no está actuando en su nombre en relación con la inversión o inversiones a que se refieren este comunicado. En particular, ETFS UK no le proveerá de ningún servicio de inversión, ni asesoramiento, ni recomendación para ninguna transacción. Ningún representante de ETFS UK estará autorizado para hacerle creer lo contrario. Por lo tanto, ETFS UK no será responsable de proporcionarle la protección ofrecida a sus clientes y usted deberá buscar su propio asesor legal, de inversiones, fiscal o el que usted considere.



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
w etfsecurities.com