

Las perspectivas para 2016 de ETF Securities

No creáis lo que dicen...

Entramos en 2016 con una certeza: los tipos de interés de referencia en Estados Unidos van a subir. Dado que el balance de la Reserva Federal (Fed) nunca ha sido tan grande, la mayoría de los sectores de activos entran en un terreno desconocido durante este ciclo de ajuste.

En nuestro análisis de los ciclos anteriores de la Fed vemos que, contrariamente a la creencia popular, los inversores se desprenden del dólar. Creemos que el dólar se comportará de forma similar a como lo ha hecho en el pasado y comenzará su declive durante el primer trimestre de 2016. Existen muchos otros activos que prestan diferentes escenarios; por ejemplo en la renta variable, es probable la renta variable internacional supere a la estadounidense. Asimismo se atenuaría el pesimismo sobre los mercados emergentes, lo que repercutiría positivamente sobre los precios de las materias primas.

También existe el riesgo de que los bancos centrales cometan errores en sus políticas monetarias. Si esto se diera, la inflación podría volver aumentar más rápido que los rendimientos nominales de las Treasuries y el dólar atenuar su fortaleza. Nuestro modelo sobre el oro sugiere que un escenario de estas características podría impulsar al precio del metal precioso contra todas las expectativas. Sabemos que los bonos del Tesoro están en una burbuja, pero la línea de separación entre las Treasuries estadounidenses como una clase de activos y una herramienta de la política de política monetaria, nunca ha sido tan fina. Esperamos que los rendimientos de las Treasuries suban el próximo año. Sin embargo, esta confusión hace que sea difícil de saber si la liquidación será agresiva como en 1994, donde los rendimientos se incrementaron en 3% en 12 meses, o algo más cerca de la subida media del 1% que vimos en los ciclos restrictivos anteriores.

En el mercado de las materias primas, comienzan a surgir indicios de una reducción de la oferta en la mayoría de los sectores. Es probable que la reciente disminución de los precios potencie los ya agresivos recortes de gastos operativos. Los déficits de oferta comenzaron a constatarse casi dos años después de que las empresas dejaron de incrementar el capital operativo. En consecuencia, el largo período de oferta excesiva en las materias primas está por llegar a su fin. Los históricamente bajos márgenes en el sector minero actuarán llevarán a los productores a racionalizar los procesos de extracción de recursos. Dado que los inversores mantienen niveles de posicionamiento corto sobre el las materias primas como hacía décadas que no se veía, cualquier cambio en el posicionamiento podría provocar un fuerte repunte de precios en el sector.

A pesar del declive de las materias primas en los últimos cinco años, estos activos siguen teniendo justificado un lugar en una cartera diversificada. En nuestros análisis hemos visto que tanto en las carteras de crecimiento medio como aquellas de crecimiento más agresivo, una exposición del 10% al sector de materias primas, aumenta los rendimientos. Asimismo permite que el valor de la cartera se recupere más rápido hasta el máximo anterior, lo que hace que los activos continúen cumpliendo un papel de diversificación destacado. Independientemente de lo anterior, encontramos que las materias primas no son los activos más ideales para los inversores de perfil muy conservador.

Desde nuestra perspectiva nos hemos centrado en lo que es más pertinente para los inversores en 2016. No creáis lo que dicen... el consenso no siempre acierta.

James Butterfill

Director Ejecutivo – Jefe del Departamento de Análisis & Estrategias de Inversión

Martin Arnold

Director – Estratega Global en FX & Materias Primas

Edith Southammakosane

Directora – Analista de Mercados

Nitesh Shah

Director Asociado - Analista de Mercados

Aneeka Gupta

Asociada - Analista de Mercados



Contenidos

Temas genéricos

Los escenarios de aumentos de intereses suelen superar las expectativas	3
La fiesta del dólar ha culminado	5
El BCE seguirá atrasado	8
Las materias primas mejoran y diversifican los desempeños de las carteras	11
Los errores de política monetaria impulsan el atractivo del oro.....	14

Temas no convencionales

El pesimismo en las materias primas ha llegado a su punto máximo	17
La OPEC está dispuesta a dar batalla hasta 2018	19
El nombre festivo de El Niño.....	22
La contra-tendencia de los inversores respalda la evolución del sector energético.....	24
Robótica - El lado positivo de las expectativas.....	26

Los escenarios de aumentos de intereses suelen superar las expectativas

James Butterfill

Director Ejecutivo – Jefe del Departamento de Análisis & Estrategias de Inversión

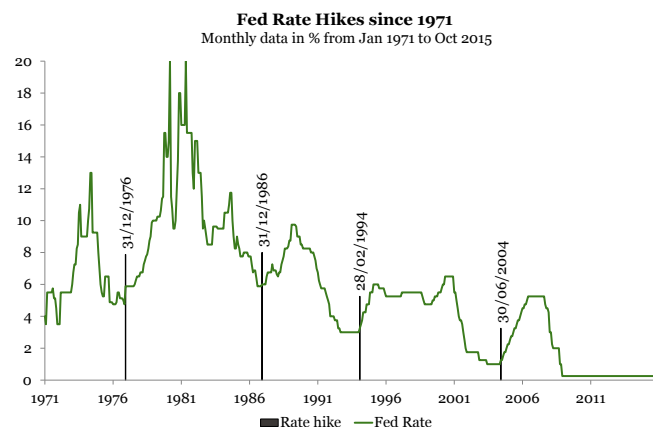
research@etfsecurities.com

Resumen

- La discusión sobre los tipos de interés en Estados Unidos está evolucionando rápidamente de "¿cuándo se elevarán?" a "¿qué tan agresivos serán los incrementos?" (Ver 'La fiesta del dólar ha culminado').
- Durante los ciclos históricos de alza de los tipos de interés, el dólar (USD) por lo general se liquida, los títulos de renta variable internacionales tienden a superar a los de Estados Unidos, las materias primas en general se fortalecen y los rendimientos de las Treasuries suben (aunque la situación actual no tiene precedentes, la línea entre los bonos del Tesoro como un activo y una herramienta política monetaria, nunca ha sido tan fina).

Análisis de la política monetaria

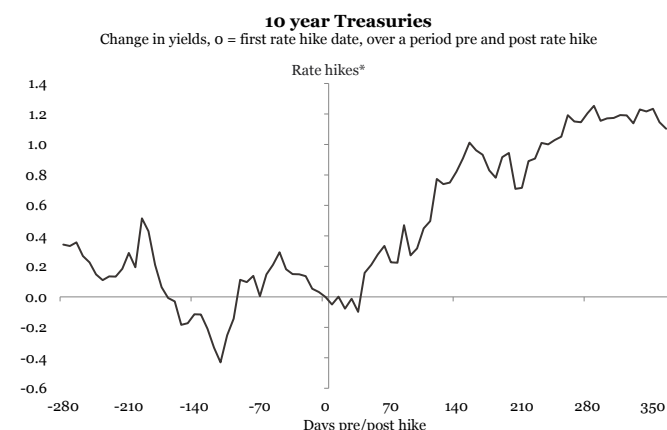
Mientras que cada ciclo de alza de los tipos de interés ha sido diferente de alguna manera, existen similitudes. Para representar mejor el escenario de hoy, hemos identificado cuatro de los potenciales ocho períodos de ciclos de ajuste post-Bretton Woods. Los períodos en diciembre de 1976, diciembre de 1986, febrero de 1994 y junio de 2004, son los más cercanos a nuestros días en el sentido de que representan períodos donde los intereses fueron cayendo o estuvieron relativamente bajos durante un largo periodo de tiempo. Nos sentimos alentados por el hecho de que el análisis destaca una sorprendente coherencia en cada uno de los cuatro períodos observados con sólo unas pocas excepciones.



Fuente: Bloomberg, ETF Securities

Los inversores tienden a vender las Treasuries

En el momento de la primera subida de tipos, las clases de activos han estado históricamente en, o cerca del extremo superior de sus rangos de valoración, sobre todo las acciones. Somos testigos de picos similares en la valoración de las clases de activos, aunque esta vez se trata de las Treasuries que se ven más extendidas, no las acciones. El análisis sugiere que los rendimientos las Treasuries estadounidenses tienden a aumentar en una media del 1%. Podría ocurrir una situación similar a la de 1994: las valoraciones de los bonos se extendían por igual en ese momento y los rendimientos aumentaron en 280 puntos básicos en un año. La situación actual es peculiar en el sentido de que la línea entre las Treasuries empleadas como un activo y una herramienta política de política monetaria, nunca ha sido tan fina. Sin embargo, con el programa de compra de bonos de la FED que cambia las dinámicas de mercado normales, es particularmente difícil determinar cómo evolucionarán los rendimientos.



*Subidas de tipos de interés al 01/12/1976, 16/12/1986, 04/02/1994 y 30/06/2004.
Fuente: Bloomberg, ETF Securities

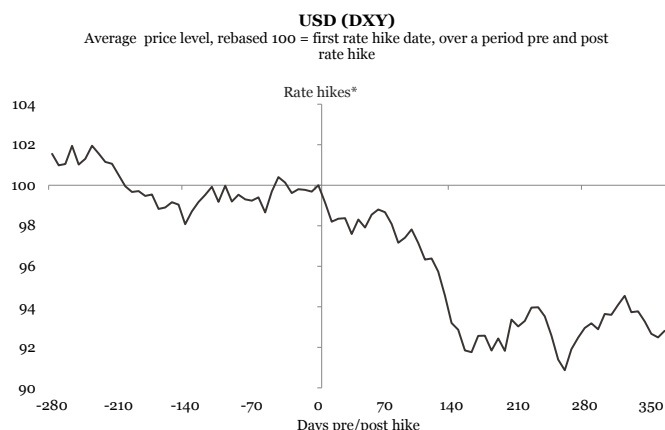
El incremento de los intereses no es algo malo para el oro

El oro es un ejemplo en donde el desempeño no ha sido constante: en 1976, 1986 y 2004 los precios subieron 22%, 25% y 11% respectivamente, mientras que en 1994 los precios cayeron un 2,6% un año después de la primera alza. La inflación fue la causa más probable de las subidas en 1976 y

1986 pero no en 2004, donde se controló mejor la inflación. Un diferenciador clave en 1994 fue que tipos de interés reales aumentaron en un 3%, mientras que en los otros períodos se mantuvieron estables o negativos, lo que confirma que el aumento de los tipos de interés reales tiende a ser negativo para el oro. Creemos que es poco probable que se repita lo de 1994, debido a que el nivel de endeudamiento del gobierno probablemente limite el aumento de los tipos de interés reales, con la Fed posiblemente incrementándolos más lentamente que la inflación.

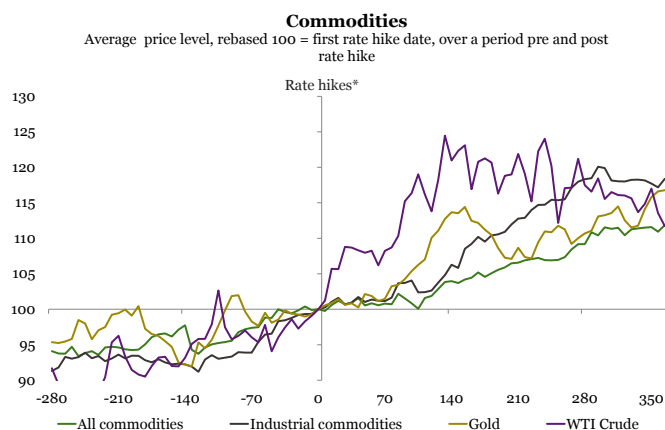
Dólar– comprar el rumor, vender la noticia

El dólar antes de los incrementos de los intereses tiende a oscilar mínimamente o a aumentar, pero posteriormente en todos los casos, ha marcado un comportamiento volátil y ha caído en un año una media del 7%. Este hecho puede ser contrario a la intuición, ya que la constricción de la oferta monetaria conduce a menos dólares en circulación. Creemos que la explicación más probable de esto es que los mercados tienden a valorar totalmente la perspectiva de una economía más sólida.



* Subidas de tipos de interés 01/12/1976, 16/12/1986, 04/02/1994 y 30/06/2004.
Fuente: Bloomberg, ETF Securities

La caída del dólar tiene implicaciones positivas para otras clases de activos, en particular para las materias primas y la renta variable de los mercados emergentes.



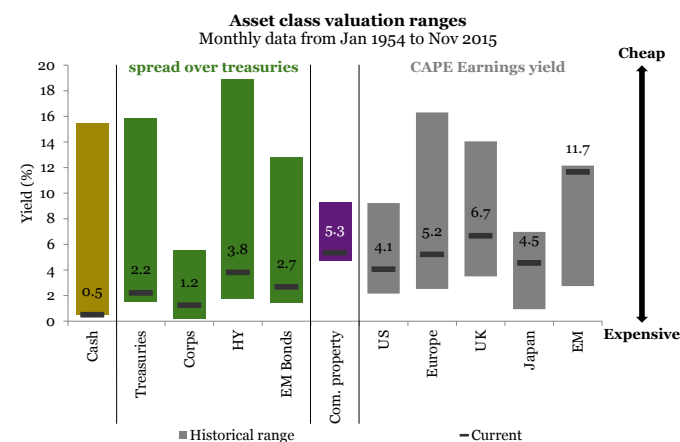
* Rate hikes as at 01/12/1976, 16/12/1986, 04/02/1994 and 30/06/2004.
Fuente: Bloomberg, ETF Securities

Los datos destacan que las materias primas han aumentado cada vez, en un promedio de 12%, lo que corrobora la relación

inversa con el dólar. Los metales industriales se destacan, mientras que el crudo tiende a mostrar un rendimiento fuerte al principio, pero después tiende a oscilar y a permanecer volátil durante todo el año siguiente.

La renta variable estadounidense tiende a registrar un rendimiento inferior

Por último, la renta variable internacional tiende a tener un buen desempeño, apreciándose en una media del 6%, mientras que la renta variable estadounidense tiende a ser volátil y a marcar oscilaciones mínimas al final del año siguiente después del alza inicial de los intereses. Esta vez, es probable que sea similar, ya que cualquier indicador muestra lo caras que ahora yacen los títulos estadounidenses; además, los márgenes de beneficio de las empresas se reduce debido a la mayor competitividad constatada en el mercado laboral. El resultado en la renta variable sí difiere, y depende de la credibilidad de la Fed. En los períodos en que se cometieron errores de política monetaria, como 1976 y 1986, las acciones fueron malvendidas. Aunque el riesgo es reducido a que la Fed cometa un error en su próximo ciclo de subida de intereses, es más probable que la renta variable estadounidense se vea afectada por una apreciación de la situación indebida por parte del banco central.



Fuente: Bloomberg, ETF Securities

En general, las valoraciones de la renta variable no son tan holgadas como lo han sido en el inicio de los ciclos de ajuste anteriores, aunque cuando son desglosadas por región, surgen algunas inconsistencias significativas. Analizando el binomio de Precio/Beneficios de 12 meses, vemos que las valoraciones de los mercados emergentes no ofrecen nada en particular en relación con los mercados desarrollados. Aunque los mercados emergentes enfrentan desafíos a corto plazo, si se analiza el binomio de Precios/Beneficios Cíclicamente Ajustado (CAPE, por su sigla en inglés) - una mejor señal a largo plazo de dividendos -, vemos que los mercados emergentes son particularmente más baratos en comparación a sus homólogos desarrollados.

La fiesta del dólar ha culminado

Errores y traspiés de política monetaria: El FOMC y el dólar

Martin Arnold

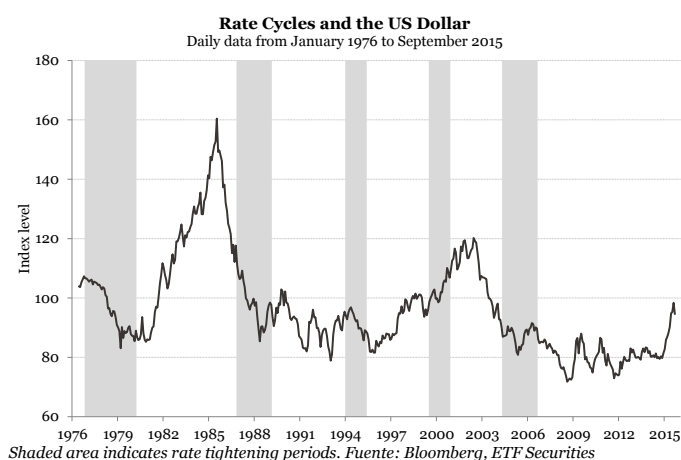
Director – Estratega Global en FX & Materias Primas
research@etfsecurities.com

Resumen

- La Reserva Federal de EE.UU dio un paso en falso al no haber subido los tipos de interés en su reunión de política monetaria de septiembre. La decisión de no tomar ninguna decisión en la reunión de diciembre sería un error de política. Afortunadamente, mientras que el mercado está subestimando el potencial de un alza de tasas en 2015, los gobernadores de la Fed parecen estar alineándose a las expectativas iniciales.
- La evidencia histórica muestra que, tras el comienzo de un ciclo de subidas de tipos de interés, el dólar (USD) baja. Esperamos que el USD se deprecie en 2016, pero no inmediatamente después del incremento inicial de los intereses.

La historia como guía

Curiosamente, durante cuatro de los últimos cinco ciclos de ajuste de la Reserva Federal, el Índice del Dólar (DXY) se depreció al año siguiente a la primer alza de intereses. Esto es contrario a lo que normalmente se esperaría en un contexto de subidas de tipos y, ciertamente, es contrario a lo que los inversores prevén para el USD en el año que viene. Podría ser engañoso extrapolar dichas conclusiones y aplicarlas en el contexto actual. Al parecer, hay varios factores en juego durante estos episodios, que van desde mediados de la década de 1970 a 2006.



En los ciclos de ajuste anteriores, el punto de partida para subir los tipos fue mucho más alto, promediando el 3.9% en los últimos 40 años. A principios de los cinco períodos de ajuste más recientes, la tasa de desempleo en Estados Unidos tuvo un

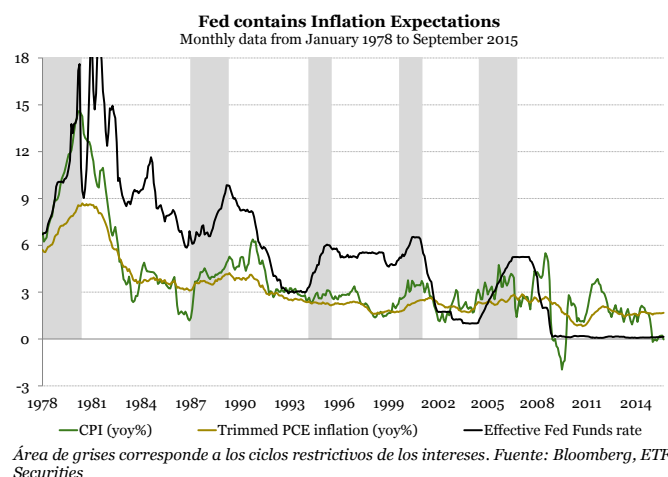
promedio de 6.2% y la inflación de 2.8% (ver tabla abajo). La credibilidad de la Fed en su combate a la inflación ha mejorado a medida que las expectativas de inflación se fueron reduciendo en los últimos cuarenta años, lo que resulta en un punto de partida más bajo para este ciclo de subida de los intereses. Sin embargo, los ajustes de emergencia de los intereses parecen innecesarios cuando la recuperación económica ha progresado significativamente desde la crisis financiera global.

EE.UU	Inflación	Desempleo	Intereses FED
Dic-76	4.9%	7.8%	4.8%
Dic-86	1.1%	6.6%	5.9%
Feb-94	2.5%	6.6%	3.0%
Jun-99	2.0%	4.3%	4.8%
Jun-04	3.3%	5.6%	1.0%
Actual	0.2%	5.0%	0-0.25%

Fuente: Bloomberg, ETF Securities

Todo gira en torno a la inflación

La Fed lleva la delantera en la batalla de la inflación y corre el riesgo de quedar detrás de la curva. La credibilidad de su capacidad de combatirla es crucial y en este sentido ha dado pasos importantes desde la década de 1970, momento en que se dudó bastante de ella. Sin embargo hoy en día, su credibilidad está en juego: la política monetaria debe ser proactiva, ya que la inflación es un indicador rezagado del estado de la economía. Hay que tener en cuenta que la política monetaria también tiene un efecto retardado en la economía de entre uno y dos años.

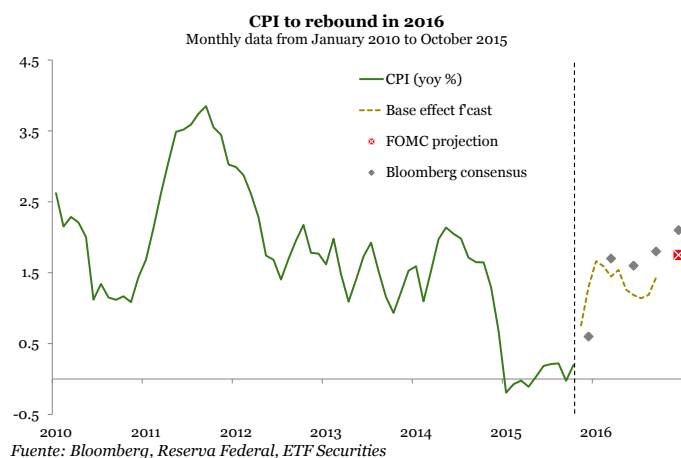


La política de la Fed en 1970 (y podría decirse que durante todo

el período de la posguerra) fue reactiva y, como tal, incapaz de hacer frente eficazmente a la dinámica de la inflación y el empleo. De hecho en ese momento, muchos políticos creían que la política monetaria no era una herramienta lo suficientemente poderosa para combatir la inflación. A su vez, la política monetaria carecía de credibilidad. El colapso del respaldo en oro no ayudó, lo que eliminó el control disciplinado de la oferta monetaria, generándose nuevamente un alza en los precios.

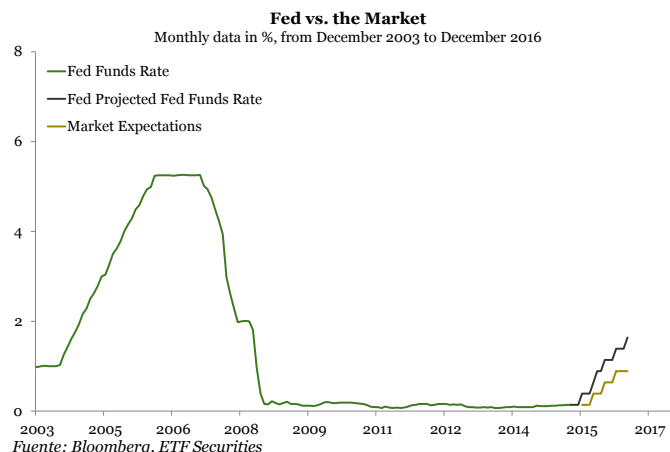
¿Se está quedando atrás la Fed?

La decisión de diciembre debe centrarse en las presiones inflacionarias y sería un error si la Fed vuelve a dejar los intereses sin cambios. Sentimos que el sentimiento está cambiando y el FOMC parece respaldar cada vez más el escenario de un incremento de los tipos de referencia en diciembre. Si la Fed tarda demasiado en subirlos, las expectativas de inflación empezarán a crecer y ganar impulso; solamente un ajuste agresivo de los intereses podría solucionarlo. Las expectativas de inflación globales están aumentando y hay evidencia de presión inflacionaria en la economía. La inflación básica y subyacente está alrededor del 1.7%, lo que sugiere que la presión alcista de los precios no es tan débil como el título indica. El crecimiento salarial ya está por encima del 2.5% y es probable que se fortalezca a medida que continúa mejorando la situación del mercado laboral de EE.UU.



El desglose de la inflación general muestra que al apartar la caída de los costes del combustible para motores y de la energía de uso doméstico en 2014/15, la tendencia inflacionaria es alcista de cara a 2016. A medida que la caída de los precios de las materias primas deja de tener efecto, a la altura del primer trimestre de 2016, esperamos un rebote en el IPC básico de EE.UU. de hasta un 1.5%, quedando la inflación apenas por debajo del objetivo de la Fed del 2% objetivo. Si bien no esperamos que la Fed responda al "efecto base" en sí, la amenaza viene a través de las expectativas inflacionarias que se trastornan debido al salto del IPC básico.

La trayectoria de los intereses es clave



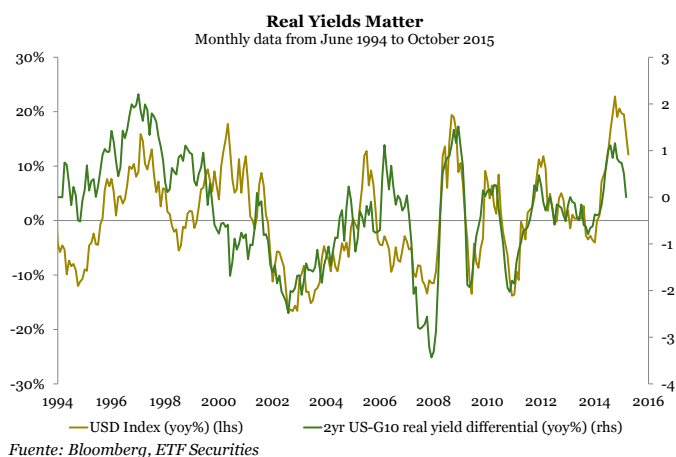
La trayectoria de los incrementos de intereses de la Fed es clave: si los bancos centrales no empiezan a incrementarlos de manera gradual, los incrementos agresivos después de que la inflación se haya descontrolado podrían resultar desastrosos. Previo a la década de 1980, la Fed no contaba con demasiada credibilidad en su capacidad de combatir la inflación. Se necesitaron dos recesiones durante la década de 1980 para lograr tener la inflación bajo control, lo que fue una consecuencia de los aumentos empinados de los tipos de interés durante el período en que Volcker presidió la Reserva Federal. La experiencia de la década de 1970 es clara: si las expectativas de inflación no están bien ancladas, los precios serán la víctima.

Las proyecciones de la Fed muestran que la expectativa media es que en 2016 los intereses se aumenten seis veces. Si esta política prevalece, sentimos el mercado, no la Fed, se está quedando atrás.

¿Ha culminado la fiesta del dólar?

Las expectativas de un incremento en los tipos de referencia estadounidenses han estado yendo y viniendo en los últimos meses, lo que refleja los cambios en las percepciones de las condiciones económicas. Actualmente el mercado asigna cerca de un 70% de probabilidades de que haya una subida antes de fin de año y tres subidas en total para 2016. El aumento de estas expectativas es lo que ha permitido fortalecerse al dólar en las últimas semanas.

Los diferenciales de tipos de interés reales entre EE.UU. y otras economías importantes, han sido el principal motor del dólar históricamente. Los tipos de interés reales de Estados Unidos cayeron durante los períodos del ciclo restrictivo pos Bretton Woods (1976 y 1984), ya que la inflación se había disparado; esto fue el factor principal por el cual el dólar cayó en dicho período. La credibilidad en la capacidad que la Fed tiene para combatir la inflación, es más fuerte ahora; por ello, es probable que al dólar le lleve más tiempo atenuar su apreciación después de que los intereses comiencen a subir durante el ciclo actual.



Esperamos que el dólar se fortalezca durante el primer trimestre de 2016, aunque a un ritmo más lento a medida que

se estrechan los diferenciales de los intereses reales. Creemos que el punto de inflexión del dólar se dará cuando los inversores descuenten la subida de los tipos de referencia de la Fed en 2016. Ahora se está constatando cómo el dólar atenúa su intensidad de apreciación y esperamos que sea más suave aún después del primer trimestre de 2016. A medio plazo, esperamos que la creciente presión inflacionaria y el achatamiento de curva de rendimientos de los bonos estadounidenses, presionen a la baja al dólar a medida que los diferenciales de los rendimientos reales se vuelven negativos. Si la Fed no aumenta los intereses de manera persistente y proactiva en respuesta a la presión inflacionaria, entonces la fiesta del dólar habrá terminado definitivamente.

El BCE seguirá atrasado

Errores y traspies de política monetaria: El BCE y el euro

Martin Arnold

Director – Estratega Global en FX & Materias Primas

research@etfsecurities.com

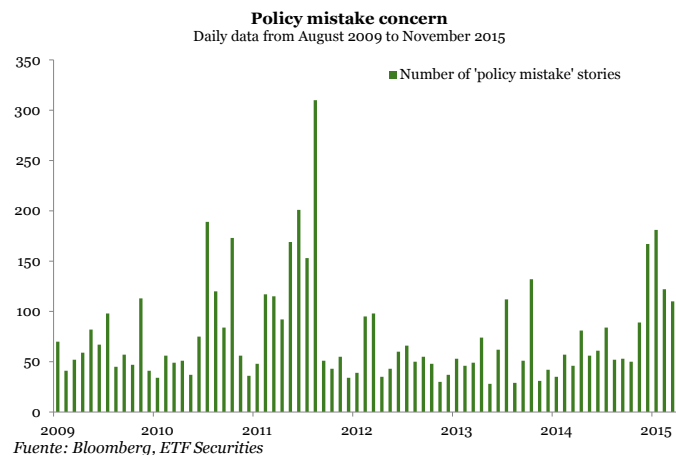
Resumen

- El Banco Central Europeo (BCE) ha cometido errores de política monetaria en el pasado, lo que lo hará reacio a aumentar los tipos de interés en el futuro.
- La inflación está comenzando a crecer. La historia sugiere que la política del BCE no ha sido proactiva y se encuentra actualmente atrasada.
- La sigilosa guerra de divisas que el BCE lleva adelante, limitará el potencial alcista del euro en 2016.

Política monetaria: ¿errores o ciclos normales?

Con la Reserva Federal (Fed) determinada a elevar los tipos de interés en diciembre, los inversores parecen estar más preocupados por los errores de política monetaria que puedan surgir. Creemos que la Fed tiene que incrementar los tipos. Además, sospechamos que otros bancos centrales podrían estar cometiendo errores al dejar los tipos de interés demasiado bajos durante un período prolongado.

La Fed no será el primer banco central en aumentar los tipos de interés desde la crisis financiera global. Cinco bancos centrales del G-10 (BCE, Banco de la Reserva de Australia, Banco de la Reserva de Nueva Zelanda –RBNZ–, Riksbank y el Norges Bank) incrementaron los intereses después de dicha crisis. Desde entonces y sin excepción, todos los han recortado. Una reversión abrupta de sus respectivas políticas monetarias, dejaría al descubierto sus errores de política cometidos. A su vez, esperamos que, como resultado de los errores del pasado, aumente el riesgo a que cometan nuevos errores. Es que estos bancos centrales en particular, han estado muy reacios a iniciar otro ciclo restrictivo antes de constatar claros indicios de que la inflación esté aumentando.



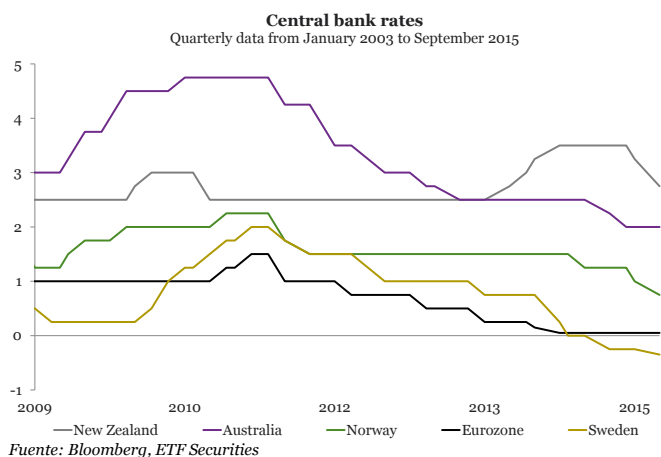
Con la inflación prevista a que repunte en 2015, muchos bancos centrales que han estado recortando los intereses a valores negativos, arriesgan a no cumplir con su cometido central de generar la estabilidad de precios. El riesgo a que cometan errores de política monetaria sigue siendo elevado, ya que los nuevos instrumentos que utilizan actualmente tienen un alcance desconocido. Es por ello que los mercados en general se preguntan si la implementación de estas medidas de emergencia es necesaria cuando la economía continúa recuperándose.

Regla general

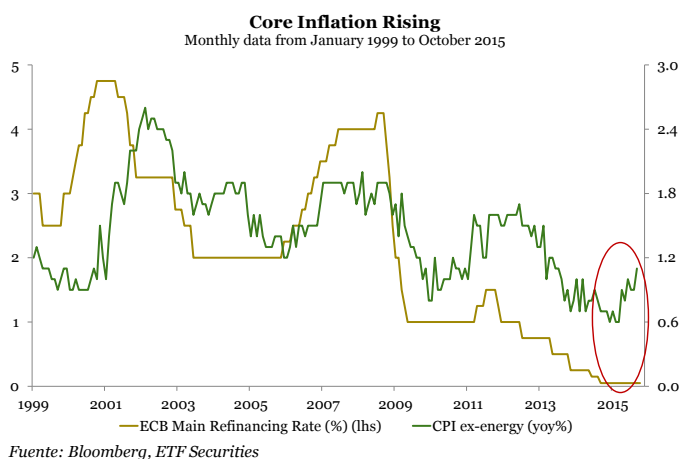
Creemos que el marco de tiempo de un ciclo de tipos de interés puede indicar si la política monetaria fue acertada o simplemente fue la implementación de un conjunto de medidas de flexibilización. Las políticas monetarias impactan en la actividad económica con un retraso de 1-2 años. En consecuencia, si el tiempo entre el inicio de un ciclo restrictivo/expansivo y el momento en que la dirección de los tipos de interés cambia, es menor al efecto de la política monetaria sobre la economía, entonces podría decirse que los bancos centrales están cometiendo errores de política. Dos bancos centrales, como el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda (en 2010) y el BCE (en 2011), han cometido errores de política de acuerdo con esta regla de oro. Tales errores podrían hacer que estos bancos centrales sean reacios a iniciar el próximo ciclo de ajuste.

Mientras que el Banco de Nueva Zelanda está recién iniciando

su ciclo de flexibilización, el BCE inició este ciclo cuatro años atrás y sus efectos están comenzando lentamente a sentirse en la economía real. Los sectores manufactureros y de servicios vienen marcando en Europa una evolución sólida. A pesar de que el desempleo permanece elevado, tiende a disminuir a medida que se va fortaleciendo el consumo. De acuerdo a los datos del BCE, la actividad crediticia viene marcando una recuperación significativa.

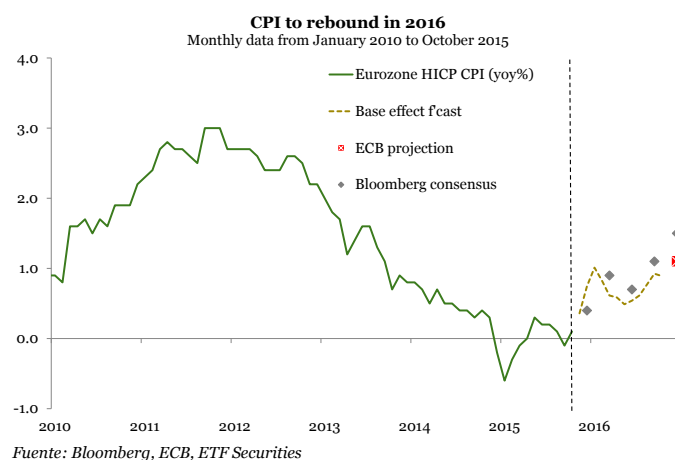


Aunque el BCE sigue poniendo de relieve el "riesgo a que disminuya el crecimiento", parece estar ignorando el impulso alcista que la inflación básica está ganando. Si los tipos de interés permanecen demasiado bajos durante mucho tiempo, las expectativas de inflación podrían dispararse. Uno de los principales indicadores del BCE, es la tasa de swap forward a 5 años, la cual representa una guía de las expectativas de inflación; durante un par de meses ha venido subiendo. Una extensión o expansión de la política monetaria probablemente sería un error, dado que la inflación global ha tenido un mayor aumento a lo largo de 2015. Hay una clara divergencia entre lo que está ocurriendo en la inflación y lo que la política del BCE está llevando a cabo. Sin embargo, el BCE ha cumplido con su retórica de aumentar el estímulo a fin de año. Como hemos señalado anteriormente, la política monetaria debe ser proactiva, ya que la inflación es un indicador rezagado del estado de la economía.

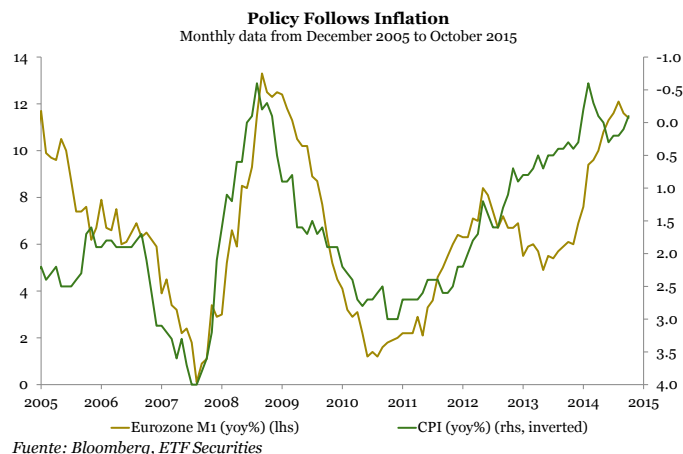


Quedándose atrasado

El BCE tiene una historia de reaccionar ante la implementación de políticas, y cuando la inflación se recupere en 2016, es probable que de nuevo vuelva a quedar atrasado. En 2011, el BCE aumentó los tipos de interés en dos ocasiones durante el primer semestre, antes de revertir el curso sólo cuatro meses más tarde, para dejarlos a fin de año en los niveles previos a aumentarlos. Es probable que la estructura y los pasados errores de política del BCE, lo dejen reacio a incrementar los intereses de forma proactiva, algo que podría terminar siendo muy costoso. Hay puntos de vista contradictorios en el directorio del BCE, ya que algunos quieren respaldar a las economías periféricas estancadas, y a otros les preocupa la posibilidad de que la inflación aumente a niveles galopantes. Una vez disipados los recientes efectos deflacionarios, la inflación básica podría en 2016 crecer hasta un 1% adicional.



El crecimiento adicional de la oferta monetaria, la cual es una política llevada a cabo por la Reserva Federal en la década de 1970, puede tener efectos drásticos sobre la inflación y, a su vez, sobre el euro. En este sentido, condicionando la política monetaria exclusivamente a la tasa de inflación, el BCE llegará a la fiesta demasiado tarde para compensar las presiones alcistas de los precios, lo que podría exacerbar la naturaleza cíclica de la inflación.

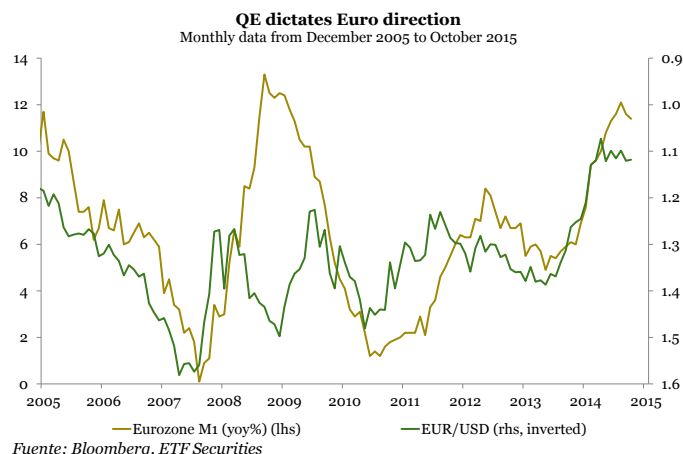


Las guerras de divisas se libran de manera sigilosa. Aunque los bancos centrales en general no tienen una política de tipo de

cambio específica, son muy conscientes de las consecuencias que una política monetaria expansiva tiene sobre el valor de su divisa.

La devaluación del euro le ha dado a los gobiernos de la Eurozona tiempo para posponer los ajustes estructurales tan necesarios. El trabajo pesado lo está realizando el BCE mediante su política monetaria, tal como lo ha señalado en varias ocasiones. Sin embargo, la estructura de la Eurozona deja al descubierto que los gobiernos no desean o no pueden realizar los cambios necesarios y posiblemente dolorosos para mejorar la competitividad, ya que en el fondo, saben cuál es el objetivo del BCE -el típico caso de riesgo moral-. Esto hace que el BCE mantenga una política monetaria atrasada. Asimismo su postura de su presidente Mario Draghi de hacer “lo que haya que hacer para subir la inflación lo más rápido posible”, mantendrá al euro bajo presión frente a las divisas más fuertes. El euro estará especialmente vulnerable en 2016 frente al dólar y la libra esterlina, ya que es probable que siga habiendo una

divergencia entre las políticas monetarias del BoE y la Fed, con las del BCE.



Las materias primas mejoran y diversifican los desempeños de las carteras

Edith Southammakosane
Directora – Analista de Mercados
research@etfsecurities.com

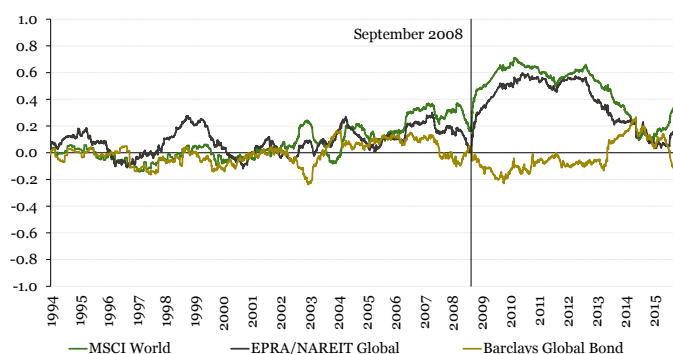
Resumen

- Aunque en 2015 las materias primas han tenido un rendimiento más bajo en relación a otros sectores de activos por quinto año consecutivo, su inclusión mejora el binomio de riesgo/beneficio en una cartera compuesta por renta variable y renta fija.
- Una exposición a una cesta diversificada de materias primas atenúa el impacto negativo al rol de una exposición de una materia prima en particular.

Las perspectivas de las materias primas siguen siendo atractivas

Históricamente las materias primas han mantenido una baja correlación con otras clases de activos. Impulsadas por factores relacionados al sector, tienden a ofrecer un beneficio medio más alto para el mismo nivel de riesgo que mantiene una cartera de acciones y bonos. Las materias primas también han tendido a mantener una baja correlación con el dólar durante largos períodos de tiempo y han funcionado como instrumento de protección contra la caída generalizada de esta divisa.

1 Yr Daily Rolling Correlations with Commodities
Daily Data, From Jan 31, 1994 to Oct 30, 2015



Fuente: Bloomberg, ETF Securities

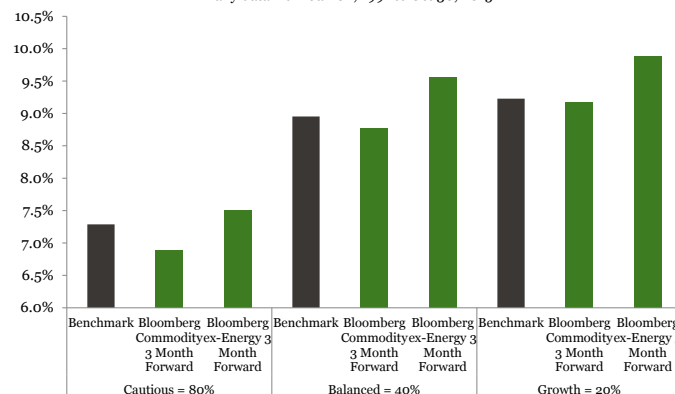
Durante períodos de elevada inflación, las materias primas históricamente han tenido un mejor desempeño que otras varias clases de activos, lo que hace que funcionen como instrumentos de protección eficientes, sobre todo en momentos donde la renta variable cae.

Las materias primas mejoran el binomio de riesgo/beneficio de las carteras

Aunque las materias primas han tenido un desempeño decepcionante durante los últimos años, nuestro análisis de portafolio muestra lo atractivo que estos activos son desde un punto de vista estratégico. Nuestra estrategia consiste en incluirlas a una cartera compuesta por activos de renta fija y renta variable, reduciendo la ponderación de la primera y manteniendo igual la segunda. Utilizando una cartera de acciones y bonos como referencia, ensayamos el modelo para tres estrategias de inversión: de crecimiento conservador, medio y agresivo.

En las carteras de crecimiento conservador, los bonos son los títulos de mayor ponderación (80%) y consecuentemente cuentan con los sharpe ratios más elevados en comparación a las carteras de crecimiento medio y agresivo. Sin embargo, las carteras de crecimiento conservador registran un desempeño medio del 20% y 23% menor al de los otros dos perfiles de inversión. Es que en estas dos últimas, la renta fija pondera un 40% y 20% respectivamente; asimismo sus sharpe ratios mejoran independientemente de que se incluyan o no las materias primas del sector energético.

Portfolios Annualised Returns compared to Benchmarks
Daily data from Jan 02, 1991 to Oct 30, 2015



Fuente: Bloomberg, ETF Securities

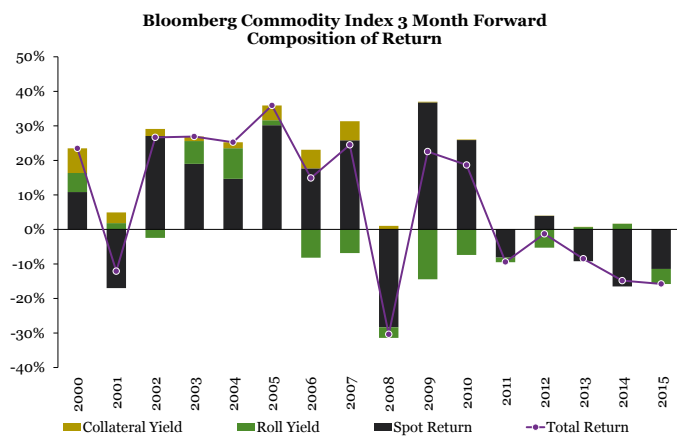
Analizando más detenidamente si es efectiva la inclusión de materias primas energéticas en estas carteras, vemos que los sharpe ratios mejoran cuando estas son excluidas de una

amplia cesta de materias primas, lo que sugiere que los ciclos del crudo están muy relacionados a los ciclos de la renta variable. Si excluimos a las materias primas energéticas de estos portafolios, vemos que el rendimiento medio es entre un 6 y 9% mayor en los tres. Esto se debe a que la inclusión de una amplia cesta de materias primas en las carteras, hace que tengan un rendimiento menos volátil, que estén mejor protegidos contra los riesgos de pérdida y puedan recuperarse más rápidamente de las pérdidas surgidas de los picos de valor.

Nuestro análisis muestra que las materias primas pueden mejorar el binomio de riesgo/beneficio de la cartera cuando se mantienen incluidas por un amplio período; la exclusión de las materias primas del sector energético puede ser una buena estrategia para generar alfa.

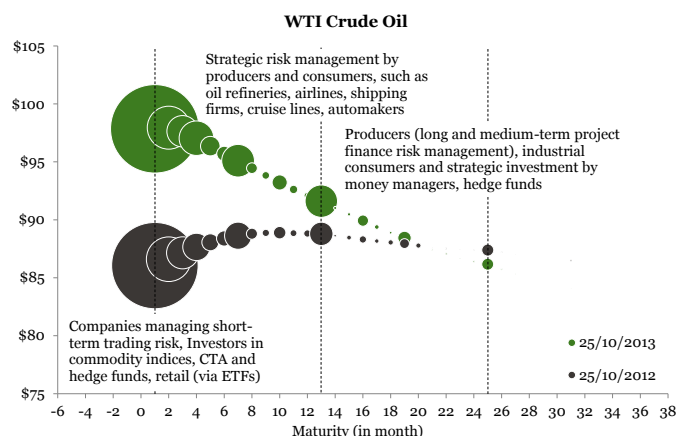
La diversificación de una cesta para mitigar el coste del rol

Dado que la mayoría de los índices de materias primas siguen la evolución de los rendimientos de los futuros sobre materias primas, es crucial que los inversores entiendan los componentes clave de los retornos de estos derivados. El rendimiento total de una inversión de futuros que esté plenamente garantizada consta de tres componentes: el precio spot, el retorno del rol y el rendimiento colateral.



Fuente: Bloomberg, ETF Securities

Los movimientos de precios de los contratos de futuros sobre materias primas dependen del rendimiento spot y hacen que la curva de futuros se desplace hacia arriba o abajo. El rendimiento del rol proviene de la pendiente de la curva de futuros. Para mantener la exposición a una materia prima, un inversor debe “traspasar” o comprar otro contrato de futuros que esté alejado de esta curva cuando expire el contrato actual. La curva de futuros con pendiente hacia arriba (“contango”) presentará un retorno negativo del rol. La curva de futuros con pendiente hacia abajo (“backwardation”) generará un retorno positivo del rol. El rendimiento colateral es la rentabilidad de una posición de futuros sobre materias primas provista de fondos suficientes. Esto es lo que sucede en general con el precio de la US T-bill.

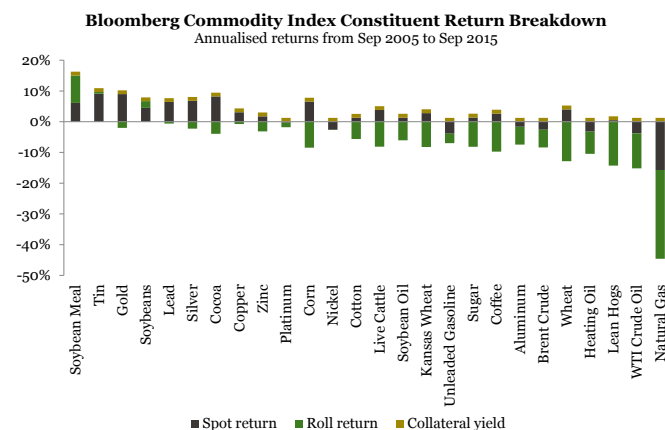


Fuente: Citi, Bloomberg, ETF Securities

Los contratos de futuros sobre materias primas a lo largo de la curva se descuentan diariamente basados en las expectativas y el sentimiento del mercado. El impacto que las distorsiones macroeconómicas y fundamentales tienen sobre estos futuros, se reflejan en la forma que adopta la curva, la cual tiende a tener una mayor duración cuando surgen tensiones geopolíticas, ocurren accidentes repentinos o desastres naturales.

Por otro lado, el tramo final de la curva tiende a estar dominado por las instituciones financieras, las cuales concentran la mayor parte del volumen; por su parte, los productores y los consumidores tienden a estar expuestos a los futuros que expiran entre 12 a 24 meses, quedando estos contratos alejados en la parte menos volátil de la curva con rol menor que la de los futuros sobre el tramo corto de la curva.

En los últimos diez años, el rol de las materias primas de agricultura y energía ha sido, en promedio, mayor que su rendimiento; por su parte, las variaciones de precio de los metales tienden a influir más sobre el retorno de los futuros. Una cesta diversificada de materias primas tiende a disminuir el rol de una materia prima individual.



Fuentes: Bloomberg, ETF Securities

Para aprovechar al máximo una inversión en futuros sobre materias primas, la curva debe estar en backwardation con el precio presionando al alza sobre el tramo corto de la curva de futuros; esto es debido a que la mayoría de los índices de materias primas están expuestos a los contratos que vencen a

corto plazo. Aún así, la realidad es que en la mayoría de los mercados de materias primas presentan actualmente un superávit, lo que presiona a los precios a la baja a corto plazo;

aunque esto es un factor clave para las curvas en contango, esto podría revertirse rápidamente (véase “El pesimismo en las materias primas ha llegado a su techo”).

	Cautious = 80%			Balanced = 40%			Growth = 20%		
	Benchmark	Bloomberg Commodity 3 Month Forward	Bloomberg ex-Energy 3 Month Forward	Benchmark	Bloomberg Commodity 3 Month Forward	Bloomberg ex-Energy 3 Month Forward	Benchmark	Bloomberg Commodity 3 Month Forward	Bloomberg ex-Energy 3 Month Forward
Volatility	4.21%	3.92%	4.35%	8.59%	7.70%	8.54%	11.54%	10.58%	11.74%
Annual returns	7.29%	6.89%	7.51%	8.95%	8.78%	9.55%	9.23%	9.17%	9.89%
Max drawdown	-13.69%	-12.41%	-13.25%	-35.78%	-33.77%	-35.83%	-47.63%	-44.52%	-47.94%
Max recovery	0.8	1.0	1.0	2.7	2.2	2.5	3.4	2.7	3.3
Beta	1.00	0.86	0.97	1.00	0.88	0.98	1.00	0.91	1.01
Correlation to benchmark	1.00	0.93	0.93	1.00	0.99	0.99	1.00	0.99	0.99
Tracking error	0.0%	1.58%	1.58%	0.0%	1.60%	1.31%	0.0%	1.61%	1.29%
Sharpe	1.10	1.08	1.11	0.73	0.79	0.81	0.57	0.62	0.62
Information ratio		-0.25	0.14		-0.11	0.46		-0.03	0.51

Nota: los datos diarios en USD van desde el 2 de enero 1991 al 30 de octubre de 2015. Renta Variable – una combinación simulada del MSCI World y MSCI AC World. Renta Fija – El Barclays Capital Bond Composite-Global Index. Volatility está en términos anualizados. La Max drawdown (máxima caída) se define como la pérdida máxima de un pico a un suelo basado en un rendimiento anterior una cartera. Max recovery (recuperación máxima) es la longitud de tiempo en el número de años para recuperarse del suelo al pico anterior. Los Sharpe ratios se basan en los rendimientos y la volatilidad anualizada. La tasa libre de riesgo es del 2.66% (Cash – una combinación simulada de la IMF UK Deposit Rate y la Libor 1Yr cash yield). Fuente: Bloomberg, ETF Securities

Los errores de política monetaria impulsan el atractivo del oro

Nitesh Shah

Director Asociado – Analista de Mercados

research@etfsecurities.com

Resumen

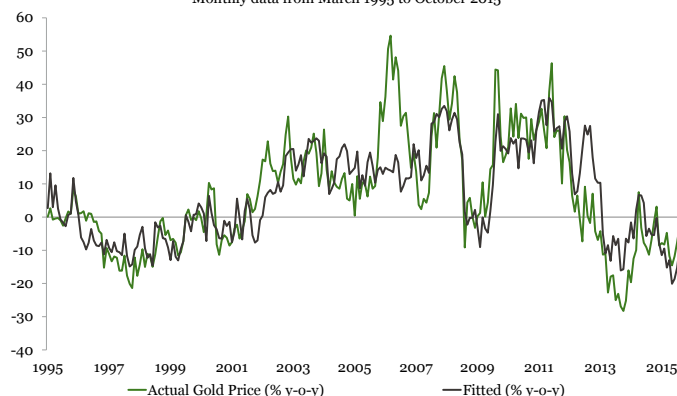
- Estando en la cuenta regresiva en lo que sería la primera subida de tipos de interés de la Fed en nueve años, muchos nos preguntamos qué le depara al oro sobre en lo que puede ser el inicio de un ciclo de varios incrementos de los intereses por parte del central estadounidense. Al momento de guiar a los inversores respecto a la evolución del metal precioso, muchos analistas recurren a una serie de modelos convencionales. En nuestro caso hemos desarrollado modelo simple para explicar su evolución histórica, el cual nos ayuda a ver qué factores de estos modelos que comúnmente se tienen en cuenta, son verdaderamente útiles.
- Cabe aceptar que escribir el próximo capítulo sobre el oro es algo desafiante debido a la falta de estabilidad en los modelos. Sin embargo, creemos que si los bancos centrales comenten errores en sus políticas monetarias y la inflación consecuentemente sube más que los rendimientos nominales –junto con un debilitamiento del dólar–, entonces el oro podría apreciarse.

El modelo

En nuestro modelo preferido, vemos que las variaciones de precio de oro (denominado en dólares) están influenciadas por (la dirección expresada en paréntesis):

- Las variaciones en el tipo de cambio real del dólar (-)
- La inflación medida por el IPC (+)
- Cambios en los rendimientos nominales de las US Treasuries a 10 años (-)
- El sentimiento de los inversores (medido por el posicionamiento especulativo en los mercados de futuros) (+)

Preferred Model Captures Gold Price Movements Well...
Monthly data from March 1995 to October 2015

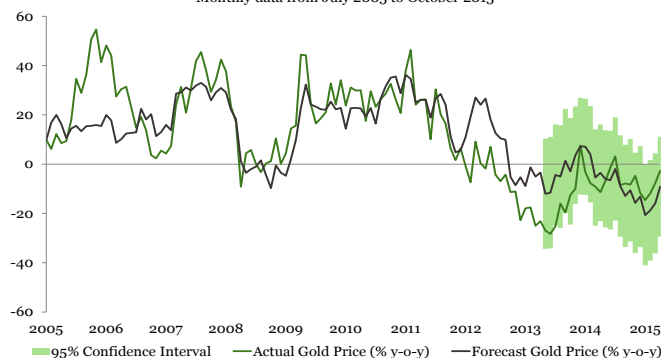


Fuente: Bloomberg, ETF Securities

Elegimos incluir en el modelo tanto la inflación como los rendimientos nominales para representar los rendimientos reales y no los rendimientos reales directamente de modo, tal de poder simular un con un set de datos más amplio (las Treasuries atadas a la inflación solamente existen desde 1997). Nuestro modelo toma datos desde 1995, cuando comienzan en la Comisión de Trading de Futuros de Materias Primas (CFTC) los primeros registros de posicionamiento de los inversores sobre el mercado de futuros. Posteriormente agregamos nuevas variables para mejorar su precisión.

Al poner a prueba la capacidad de estimación del modelo, vemos que tiene un desempeño razonablemente bueno. Haciendo una simulación con los datos que van desde marzo de 1995 a octubre de 2013, el modelo estima bien la evolución del precio del oro entre noviembre de 2013 y octubre de 2015 (ver siguiente gráfico).

...and Performs Well Out of Sample
Monthly data from July 2005 to October 2015



Fuente: Bloomberg, ETF Securities

Lo que funciona y lo que no

Para ver si el modelo logra generar resultados más precisos, agregamos una serie de variables (entre marzo de 1995 y octubre de 2015); explicamos estas variantes a continuación:

- Los cambios anualizados en los precios del oro están correlacionados negativamente con las variaciones anualizadas en el S&P 500. Al incluir a este selectivo en nuestro modelo, el rendimiento nominal pierde significancia. Podríamos argumentar que el desempeño de la renta variable es más relevante en la explicación de los precios del oro que los rendimientos nominales. Sin embargo, dado nuestro foco sobre los tipos de interés, se optó por mantener los rendimientos nominales como parte del modelo base.
- Los cambios en la volatilidad implicada de las opciones del S&P 500 (VIX), no ayudan a explicar la evolución del oro. El VIX es una buena variable para representar la volatilidad o la reacción de los inversores ante las sorpresas. Muchos inversores ven al oro como un instrumento de protección frente a estas sorpresas. Su falta de relevancia en el modelo puede ser el resultado de la frecuencia mensual utilizada (es que aunque los eventos sorpresivos influyen en el día en el VIX y el precio del oro, son de demasiada corta duración como para realizar una simulación mensual en el modelo).
- Los precios del oro tienden a estar asociados negativamente a los cambios de valor en los activos bajo gestión de los ETPs sobre oro (medidos en onzas más que en dólares). Los cambios de valor en los activos bajo gestión de los ETPs sobre oro son utilizados en general para representar las entradas y salidas de capitales sobre los ETPs. Como en todo modelo de regresión, no podemos asignar no podemos asignar una baja aquí, pero dudamos que el aumento de la demanda de ETPs presione efectivamente a la baja a los precios del oro. Es que de hecho, la caída del precio del oro impulsa a los inversores a buscar gangas en los mercados de ETPs. Independientemente de la forma que se escoja, los resultados generan cierta duda sobre la creencia popular de que el aumento de la demanda de ETPs sobre oro, es la responsable de impulsar al alza al precio del metal (y viceversa).
- Los cambios en el tamaño del balance de la Fed y los cambios en el crecimiento de la oferta monetaria M2 de Estados Unidos, no resultan ser un factor relevante en la explicación de los precios del oro. Esto llama la atención en el contexto del oro, teniendo en cuenta el enfoque en la expansión monetaria. Sin embargo, podría ser el caso de que el tipo de cambio real del dólar represente la mayor parte de la relación, lo que deja poco espacio para incluir directamente a las variables monetarias. También nos fijamos en los cambios en los balances combinados de la

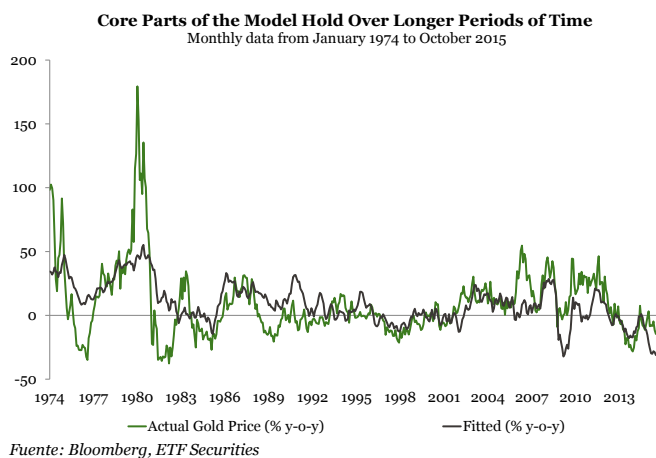
Reserva Federal, el Banco Central Europeo, el Banco de Japón y el Banco Nacional de Suiza. No sólo era esta variable no es significativa, sino que su coeficiente fue negativo. Una vez más, los efectos del tipo de cambio podrían estar en juego aquí..

¿Importa la demanda física?

Como parte de este ejercicio, analizamos si la no demanda de ETPs de oro (joyería, aplicaciones tecnológicas, onzas, monedas y compras de los bancos centrales) explican las variaciones del precio del oro. Para ello hemos simulado un modelo trimestral de las variaciones del precio del metal precioso (incorporando los datos de demanda trimestral provistos por el *World Gold Council*) y reducido el horizonte temporal del modelo a 2005 debido a los datos limitados. La relación negativa y la falta de importancia de esta variable, indican que este no es un factor relevante para explicar los precios del oro; solamente se rescatan observaciones anecdóticas, como por ejemplo, que la demanda del mercado de futuros genera una mayor influencia en el precio del oro que la demanda física.

No hay ningún modelo perfecto

Tras haber probado varios modelos, hemos llegado a la conclusión de que no existe ninguno que en todos los períodos históricos pueda explicar las variaciones del precio del oro. Para ampliar la relevancia histórica de nuestro modelo (remontándonos hasta la década del 70'), eliminamos la variable del sentimiento del inversor (medida por el posicionamiento especulativo de la CFTC que va solamente hasta 1995). Al realizar lo anterior y simular el modelo desde enero de 1974 a octubre de 2015, la capacidad explicativa del modelo se reduce, aunque no obstante, las relaciones entre el tipo de cambio real del dólar, la inflación del IPC y los rendimientos nominales mantienen la 'correcta' sintonía y logran explicar en buena medida la evolución de los precios del oro.



Hemos encontrado que las variables que incluimos y sacamos inciden en la explicación de los cambios en los precios del oro. En consecuencia, nos fijamos en cómo el modelo funciona en períodos discretos de tiempo. Correr el modelo desde enero

1974 a enero 1984, refuerza la importancia de todos los términos y el poder explicativo del modelo.

Sin embargo, entre enero de 1984 y enero de 1994, el modelo produce resultados que son significativos, pero contrarios a la intuición. Entre enero de 1994 y 2004, aunque las relaciones parecen más lógicas, el poder explicativo no es significativo. Entre enero de 2004 y enero de 2014, el modelo recupera la mayor parte de su capacidad explicativa.

Lo que se rescata de este ejercicio es que muchas variables pueden ayudar a explicar los movimientos del precio del oro en distintos periodos de tiempo, pero su validez a menudo puede ser limitada. La afirmación popular de que el aumento de los rendimientos reales (impulsado principalmente por el aumento de los rendimientos nominales) afectan negativamente al precio del oro, no es cierta en todos los períodos de tiempo. De manera similar, la inflación no es siempre un factor importante que explica los precios del oro. Esto podría ser debido a la mayor credibilidad de los bancos centrales en la lucha contra la inflación o cuando por ejemplo, la inflación sólo es significativa

en períodos de alta inflación.

Perspectivas basadas en el modelo

En la medida en que podemos aplicar nuestro modelo preferido al contexto actual, creemos que los precios del oro se verán limitados por el aumento de los tipos de interés nominales y cierto fortalecimiento del dólar a corto plazo. Pero, como se argumenta en " Los escenarios de aumentos de intereses suelen superar las expectativas", los rendimientos de las Treasuries no pueden aumentar significativamente dado que los bonos son utilizados como instrumento de política monetaria en este ciclo. Además, como se argumenta en " La fiesta del dólar ha culminado", la Fed podría quedar detrás de la curva y por lo tanto, es probable que aumente la inflación y por ende, caiga el oro. Es probable que la fortaleza del dólar se atenúe, quitándole algo de presión al oro. Asimismo el metal precioso podría apreciarse sorpresivamente si la Fed no aumenta los intereses lo suficiente como para controlar las expectativas de inflación.

El pesimismo en las materias primas ha llegado a su punto máximo

James Butterfill

Director Ejecutivo – Jefe del Departamento de Análisis & Estrategias de Inversión

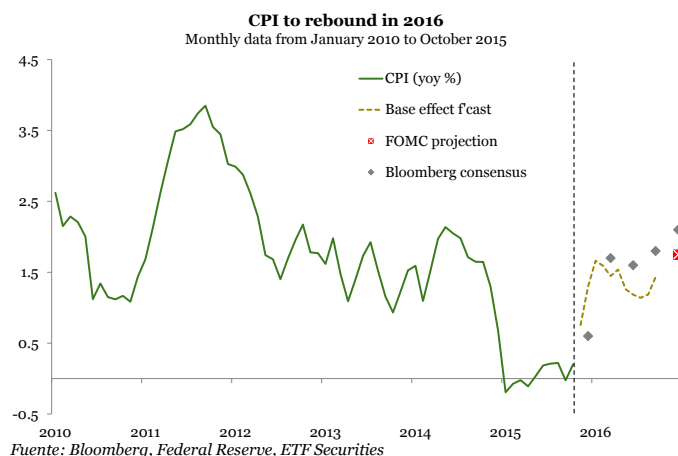
research@etfsecurities.com

Resumen

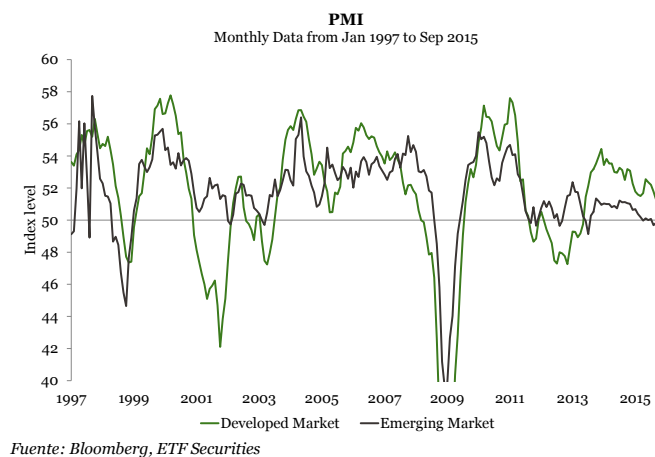
- Las materias primas han venido teniendo un desempeño poco satisfactorio con respecto a otras clases de activos por quinto año consecutivo. Muchos mercados de materias primas individuales están lidiando con un exceso de oferta bajo un contexto donde la demanda mundial se debilita, sobre todo en China. La mejor cura para los precios bajos de las materias primas, son sus precios bajos en sí, ya que de esta forma los empresarios no se ven motivados a incrementar la producción.
- Creemos que la demanda de materias primas probablemente aumentará, ya que las perspectivas de crecimiento global están mejorando al mismo tiempo que la reducción de la oferta se hace más pronunciada. Aunque el sector está abordando el exceso de oferta, los inversores mantienen su pesimismo a pesar de que los fundamentos no son tan negativos. Después de que la confianza haya caído a su nivel más bajo en quince años, es probable que los inversores comiencen a prestar atención a la mejora de los fundamentos. Históricamente, un pesimismo excesivo ha sido una gran oportunidad de compra.

El efecto base en enero impulsará el IPC cerca del 1.5%

El panorama económico mundial, en nuestra opinión, se encamina hacia un crecimiento moderado en 2016. Vemos las posibilidades de una espiral deflacionaria muy poco probables: el IPC básico agregado está aumentando tanto en los países desarrollados como en los mercados emergentes, aunque la inflación general raya en el límite de la deflación. Es probable que los temores deflacionarios de los inversores se atenúen rápidamente y consecuentemente aumenten las expectativas inflacionarias, a medida que el efecto de la caída de las materias primas durante el cuarto trimestre de 2014, deje de sentirse en el IPC a principios de 2016. Según nuestras estimaciones, se prevé que el IPC esté por encima del 1,5% en enero, justo por debajo de la media posterior a la crisis.



El mundo desarrollado está atravesando una sólida fase de crecimiento económico. El Índice de Gestores de Compra (PMI) marca una media expansiva de 52 puntos, muy por encima de los 47 puntos recesivos. Aunque hemos observado un pico mucho más alto en el ciclo de fabricación actual (el pico de PMI típicamente en 58, y esta vez sólo ha alcanzado su punto máximo en 54), es probable que el crecimiento del PIB sea mucho más moderado que en los ciclos anteriores.



La demanda crecerá modestamente

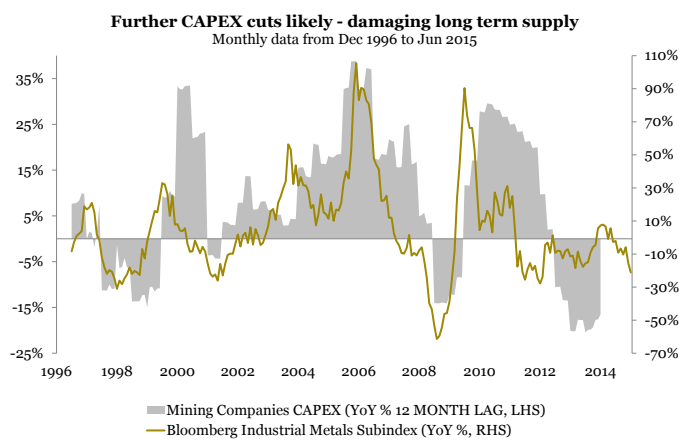
Junto a una política monetaria laxa, el mundo desarrollado está implementando nuevos tipos de medidas de estímulo. Los costes de los insumos están cayendo debido a la caída de los precios de las materias primas. Por ejemplo, el cambio en la intensidad del combustible (la demanda de combustible como

proporción del PIB) es el menor desde 1998, un período en que hubo mínimos similares en el precio del crudo. La creciente brecha entre el índice de precios al consumidor y el índice de precios al productor, destaca que las empresas se han beneficiado de la caída de los precios de las materias primas a través de la expansión del margen.

Los principales indicadores económicos (LEI) en el mundo desarrollado han tenido históricamente una estrecha relación con los cambios de precios de las materias primas. La relación comenzó a deteriorarse en 2011, ya que los inversores comenzaron a enfocarse en el deterioro de los fundamentos de los mercados emergentes. Sin embargo, sentimos que las preocupaciones de los inversores sobre el debilitamiento de la demanda china de metales industriales son exageradas. Los datos del World Bureau of Metal Statistics destacan que, si bien el consumo de metales industriales ha caído, sigue creciendo a un 9% interanual, estando estrechamente correlacionado con el crecimiento del PIB de China. Además, creemos que China sigue comprometida con sus planes de infraestructura a largo plazo a pesar de las preocupaciones sobre la estabilidad de los bancos.

Es probable que los niveles de oferta sigan reduciéndose

De las trece principales materias primas, ocho cotizan por debajo de sus costes marginales de producción, a excepción del níquel, el cobre, el oro y la plata. Tomando en cuenta el gasto operativo de las cien empresas mineras internacionales, vemos que los recientes recortes en el gasto de capital (CAPEX) han sido uno de los más agresivos desde que los registros de datos comenzaron en 1995. Una situación similar se ha observado en las empresas de crudo & gas. Dado que las empresas mineras tienden recortar sus gastos operativos doce meses después de que los precios de los metales hayan caído, las recientes caídas de precios en el sector podrían impulsar nuevamente reducciones de CAPEX durante el año que viene.

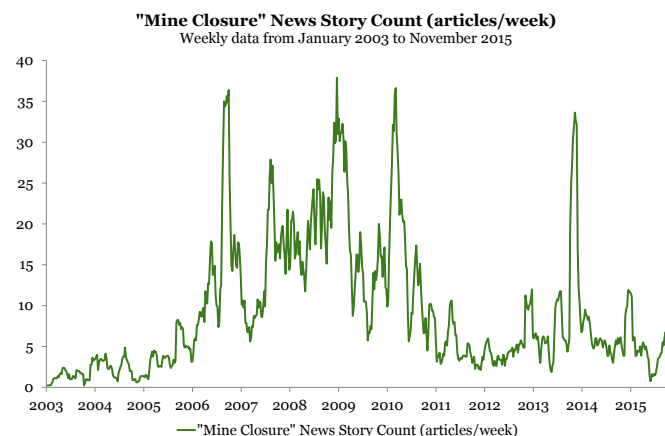


Fuente: Bloomberg, ETF Securities

Los márgenes de los mineros se encuentran en su nivel más bajo desde mediados de 1998 y por lo tanto es probable que sus rentabilidades continúen estando amenazadas. Aunque los recortes de CAPEX han reducido la oferta, algunos mercados

aún permanecen en superávit.

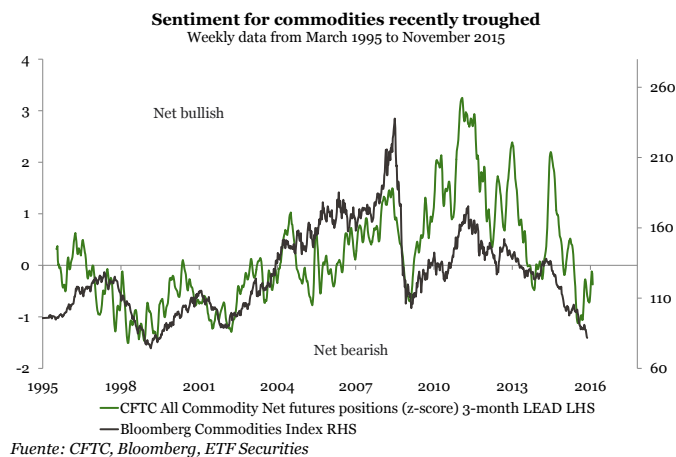
Ante la caída de la rentabilidad a medida que la mayoría de los precios se mantienen por debajo del coste marginal de producción, creemos que el excedente de oferta está propenso a reducirse hasta llegar a un nivel deficitario durante los próximos seis meses. Las plataformas de perforación de crudo activos se han reducido considerablemente y aunque no existe una variable similar para contar las minas activas, la cantidad de artículos de prensa que detallan los cierres de minas ha aumentado un 300% desde el inicio de 2015.



Fuente: Bloomberg, ETF Securities

Las variables de sentimiento han mejorado desde niveles bajísimos

La percepción de los inversores está cambiando. De su posicionamiento neto sobre los futuros publicados por la CFTC, se destaca la pérdida de confianza en el sector a niveles no vistos desde julio de 2015, los cuales a su vez son similares a los de 1998 y 2002 cuando las materias primas padecieron fuertes caídas. Hemos observado que los cambios en el posicionamiento agregado sobre futuros, tiende a llevarle la delantera a los precios de las materias primas por casi tres meses. Ante el reciente aumento neto en el posicionamiento sobre futuros, los precios de las materias primas deberían tomar la posta. Generalmente cuando los inversores mantienen unas perspectivas extremadamente pesimistas respecto al sector, se generan grandes oportunidades de compra.



Fuente: CFTC, Bloomberg, ETF Securities

La OPEC está dispuesta a dar batalla hasta 2018

Edith Southammakosane – Directora – Analista de Mercados

Nitesh Shah – Director Asociado – Analista de Mercados

research@etfsecurities.com

Resumen

- Hace un poco más de un año que la Organización de Países Exportadores de Crudo (OPEC) se embarcó en una nueva estrategia: encontrar una cuota de mercado con precios del crudo estables en niveles que ayuden a equilibrar los presupuestos fiscales de sus miembros.
- Encabezada por Arabia Saudita, la estrategia fue diseñada para restringir los productores de alto coste que eran sólo capaces de mantener la rentabilidad en caso de precios elevados del crudo.
- Creemos que si esta estrategia no da su fruto alrededor del 2018 (con una amplia reducción en la oferta mundial de crudo), será abandonada.

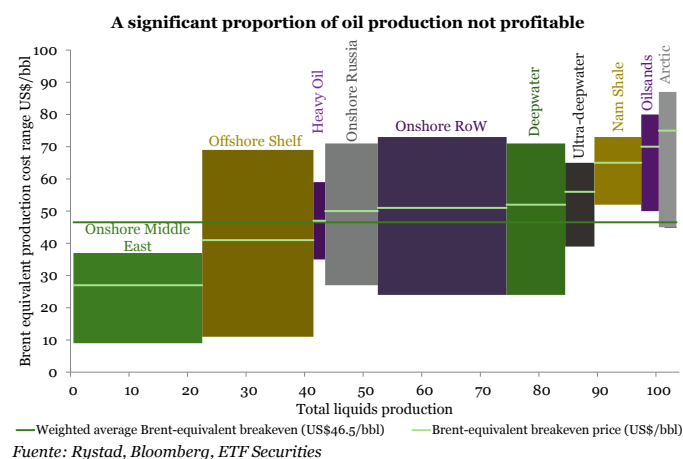
La reacción de los países no miembros de la OPEC sobre la oferta

Los precios del crudo Brent y del West Texas Intermediate (WTI) en la actualidad se encuentran más de un 40% por debajo de donde estaban hace un año y más de un 60% por debajo de su máximo alcanzado en junio del año pasado. Durante este período más del 60% de las plataformas petroleras operativas en los EE.UU han cerrado como respuesta a los bajos precios. El mercado de Estados Unidos, de crudo liviano, es el que tiene más capacidad de reacción inmediata frente a un cambio de precios. Su extracción representa aproximadamente un 13% de la producción mundial, mientras que la OPEC constituye alrededor del 40%. La Agencia Internacional de Energía (AIE) estima que el 20% de las empresas de crudo y gas han suspendido el gasto de capital; esto eventualmente va a contribuir a equilibrar el exceso de oferta en el mercado global. A pesar de ello, durante el año 2015, una serie de proyectos de oleoductos se encontraban en un avanzado estado de ejecución para que pudieran suspenderse; esto contribuyó a un exceso de oferta global.

Para que la OPEC tenga éxito en su estrategia, tendrá que esperar a que primero haya recortes de producción fuera de su organización antes de reducir su propio suministro. El evento clave es ¿cuánto tiempo puede mantener esta estrategia dada la situación fiscal de sus miembros?

Una cuestión fiscal más que un tema de costes mínimos corporativos

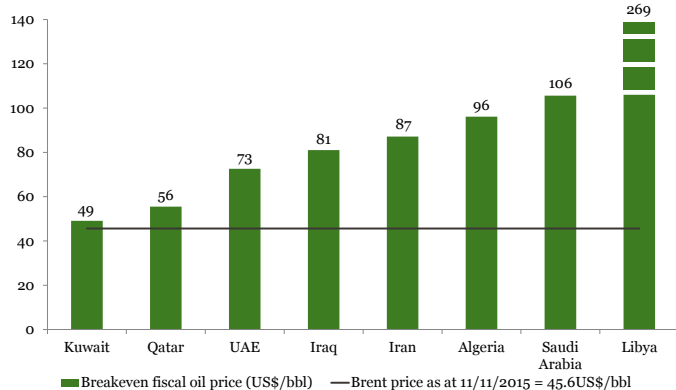
Vale la pena señalar que la mayor producción de crudo en tierras del Medio Oriente (que constituye el 21% del crudo mundial y una gran parte pertenece a la OPEC) puede seguir siendo rentable a los precios actuales. La obtención en otros lugares es considerablemente más cara y por lo tanto, se ven afectadas sus ganancias.



Aún así, los gobiernos de la mayoría de los países de la OPEC son altamente dependientes de los ingresos provenientes de la producción del crudo; tradicionalmente el coste de la producción no ha sido lo que ha determinado el volumen a obtener, sino cuánto se necesita de los ingresos por crudo para satisfacer los requisitos fiscales. Tradicionalmente la OPEC ha limitado el suministro para generar un precio que permita el equilibrio fiscal. Esta nueva estrategia está perjudicando la situación fiscal de sus miembros.

Según el Fondo Monetario Internacional, Arabia Saudita necesita un precio del crudo por encima de \$ 100 por barril para su balance fiscal; por su lado Irak necesitaría el precio del barril a \$81 e Irán a \$87 también para equilibrar sus cuentas fiscales.

2015 Breakeven Fiscal Oil Price



Fuente: FMI, ETF Securities

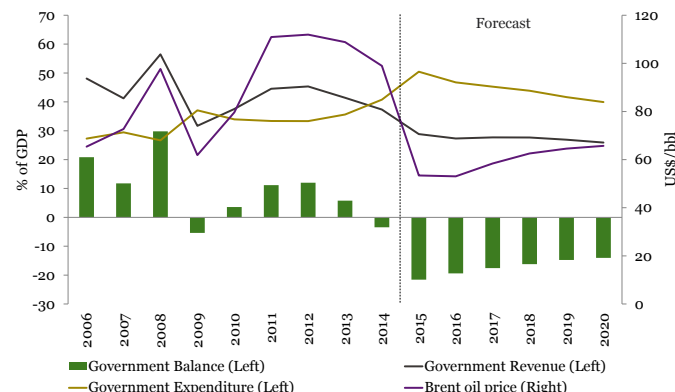
Observando a Arabia Saudita

Analizamos si el bloque de la OPEC será capaz de continuar la guerra de precios. Arabia Saudita como potencia hegemónica dentro de la organización nos puede dar las respuestas. La capacidad ociosa de la OPEC (en gran parte impulsada por la capacidad ociosa de Arabia), ha caído cerca de los mínimos del 2007. Históricamente ha habido una relación inversa entre la capacidad disponible y los precios del crudo. Esta relación podría revertirse forzada por la decisión de la propia OPEC si apuesta a una sobreproducción que supere sus propios límites. Sería el escenario para un posible rally de precios.

Si observamos la historia de fuertes caídas en los precios del crudo, notamos la política aplicada por Arabia Saudita en estos casos: permitía que se mantuvieran bajos hasta que su déficit fiscal llegaba al 25% de su PIB de forma sostenida durante un tiempo que variaba entre uno y cinco años; a partir de ahí, decidía el corte en la producción. Por otra parte Arabia Saudita no fue la única en decidir sobre los precios bajos: la propia dinámica del mercado fue la que impulsó las fuertes caídas en los precios en 1982, 1998 y 2008. A pesar de un rebote inducido de precios, creemos que Arabia Saudita no dará marcha atrás hasta que otros productores hayan recortado lo suyo, o que su propia situación financiera simplemente no soporte más.

El 80% de los ingresos del gobierno de Arabia Saudita están vinculados directamente al precio del crudo. Es así que sus ingresos públicos han mostrado una tendencia bajista desde 2012 que se ha visto agravada por la fuerte caída del valor del crudo desde noviembre de 2014. No obstante esta realidad, no parece probable que la recaudación caiga de forma semejante a lo que sucedió en una situación similar en el 2008-09: Arabia Saudita está presionando fuerte las ventas de crudo y ganando cuota de mercado. No obstante, con el aumento de los gastos del gobierno hasta 2015, que no parece que vaya a variar mucho en los próximos cinco años, el balance fiscal es probable que sea negativo y la deuda se acumulará.

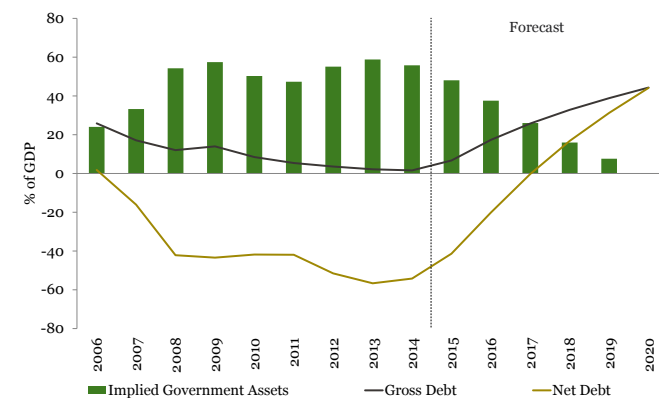
Saudi Arabia's Government Deficit to Extend



Fuente: FMI (condicionado a las estimaciones del crudo del FMI), ETF Securities

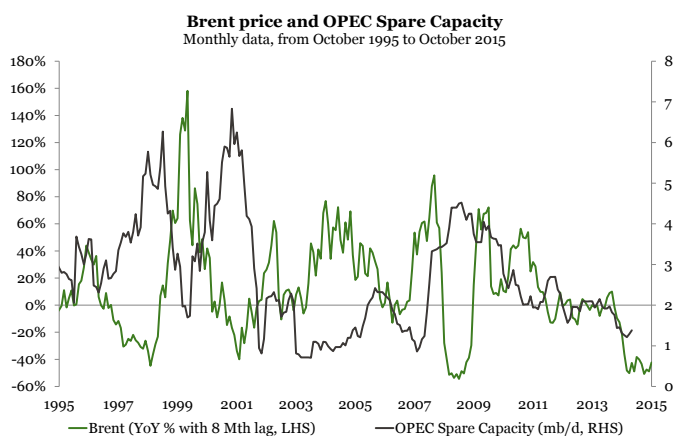
Las autoridades saudíes tenían un arsenal de activos que entraron en la crisis de los precios y en 2014 tenía deudas insignificantes. Puede utilizar estos activos para financiar el gasto corriente. Aún así, la acumulación de déficits verá sus deudas aumentar sustancialmente. Sus activos netos erosionarán en 2018, ya que las deudas se incrementan y los activos están un poco deteriorados. Es probable que en 2018 el binomio la deuda bruta/PIB alcance el 33%, mientras que la deuda neta se elevará al 17% y puede crecer aún más. De todas formas cabe señalar, que Arabia Saudita soportó deudas significativamente más altas (deudas brutas de más de 100% del PIB y una deuda neta de más del 90% del PIB) a finales de 1990, tras la crisis financiera asiática.

Saudi Arabia to Run Up Debts and Burn Through Assets



Fuente: FMI (condicionado a las estimaciones del crudo del FMI), ETF Securities

Creemos que para 2018, en caso de que no hayan recortes de producción significativos por parte de los países no miembros de la OPEC (y por ende los precios del crudo no hayan subido significativamente), Arabia Saudita aceptará su derrota a medida que se le dificulte cada vez más su acceso al financiamiento en los mercado de deuda y su stock de activos habrá disminuido muchísimo para ese entonces. Un escenario externo sería si los precios no logran reaccionar a los recortes de producción de los países no miembros de la OPEC, entonces Arabia Saudita se verá forzada de todos modos a recortar la producción en 2018. Obviamente si los no miembros reducen la oferta y el precio sube, entonces Arabia Saudita puede abandonar su estrategia más temprano.



Fuente: EIA, Bloomberg, ETF Securities

Perspectivas para 2016

Creemos que los precios del crudo se recuperarán el próximo año con el nuevo descenso de suministro fuera de la OPEP y estarán dentro de un rango de \$50-\$60 por barril. Además, la Administración de Información de Energía de Estados Unidos espera que la demanda mundial de crudo aumentará en 1.3 puntos porcentuales en 2016, la diferencia más grande desde 2007 y se reflejará en sus precios.

El nombre festivo de El Niño

Nitesh Shah

Director Asociado – Analista de Mercados

research@etfsecurities.com

Resumen

- El evento de El Niño, (o Niño Jesús) es llamado así porque normalmente su máxima potencia se manifiesta en la época navideña. Tiene la reputación de ser un poderoso catalizador de fenómenos meteorológicos extremos, como inundaciones y sequías en distintas partes del mundo. Para algunos cultivos, El Niño puede aumentar la producción, mientras que para otros puede dañarla.



Fuente: ETF Securities, NOAA

Actualmente estamos frente a El Niño, que podría llegar a ser el más fuerte de los sucedidos hasta el presente, debido a las temperaturas superficiales del mar (los registros se remontan a 1950). Aún así no se estima que sus consecuencias vayan a ser tan graves como las que se produjeron en 1997-1998. En esa época El Niño potenció, se sumó y agravó los efectos de otros fenómenos meteorológicos. En general y lo que también se espera en esta ocasión, es que alcance su máxima exposición en noviembre / diciembre. Cabe señalar que su influencia sobre los factores climáticos suele perdurar por varios meses.

En este artículo hacemos un análisis sobre cómo ha sido el comportamiento de los precios desde que publicamos nuestra expectativa en el tercer trimestre en el mes de julio y dónde pensamos que yacen más oportunidades.

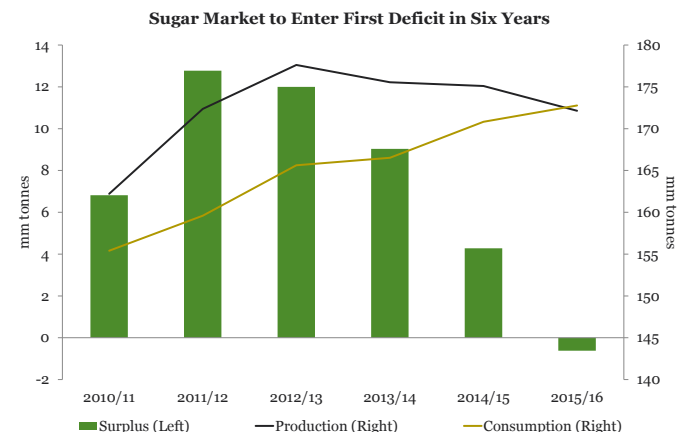
Creemos que, si bien el rally de azúcar en gran parte ha finalizado, el cacao tiende a subir mientras que el café, la soja y el maíz están más proclives a bajar.

	Desempeño actual desde el 1º de julio de 2015	Proyección del precio
Café de arábica	-4.2%	↓
Azúcar	20.2%	↔
Cacao	2.6%	↑
Trigo	-16.5%	↔
Soja	-17.6%	↓
Maíz	-12.0%	↓

Fuentes: Bloomberg, ETF Securities

Azúcar

El azúcar ha tenido un fuerte repunte (hasta 50% a partir de agosto hasta la fecha); cabe señalar, que por un lado, el monzón en la India no le ha hecho daño a la cosecha en este país; por otro lado en Brasil una excesiva humedad en los cultivos dificulta la cosecha. Creemos que la mayoría de las ganancias en el azúcar ya han sido tomadas. De hecho, cualquier debilidad de la moneda brasileña podría respaldar nuestra teoría.



Fuente: ETF Securities, USDA

Café

La cosecha de café en Brasil ni se acercó al pronóstico negativo que tanto se había vaticinado. El Niño, (aunque un poco fuera de temporada) marcó su presencia con condiciones climáticas benévolas y dio lugar a una cosecha excelente, contradiciendo las expectativas del mercado. Desde que alcanzó su pico en agosto, los precios del café Arábica se han reducido en un 13%.

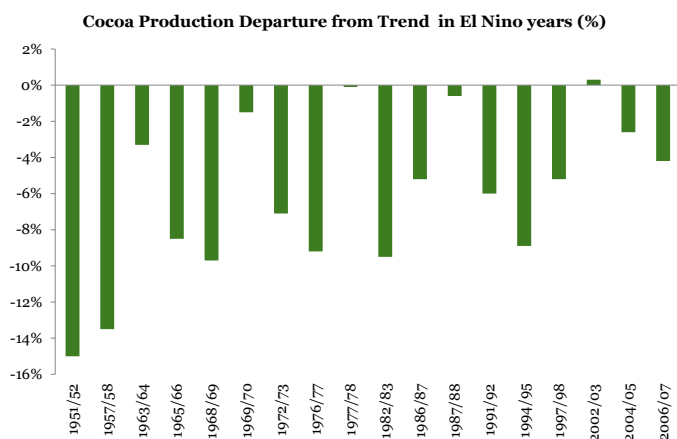
Los árboles de café brasileños están actualmente floreciendo bien, con abundante lluvia. En tanto El Niño continúe promoviendo las precipitaciones en Brasil, creemos que la

cosecha de 2016 podría ser excelente. Por otra parte, en Colombia, México y Centroamérica la sequía ocasionada por El Niño podría ayudar a eliminar el hongo roya de las hojas, lo que definitivamente mejoraría el rendimiento de los cultivos.

Siempre y cuando no haya una sequía extrema en Colombia, México y Centroamérica, creemos que los precios tienden a caer aún más.

Cacao

El cacao ha incrementado un 11% desde agosto. A pesar de ello, las ganancias han sido atenuadas por el hecho que el volumen de lo exportado por Costa de Marfil, el mayor productor del mundo, ha sido mayor de lo esperado en las primeras semanas de la temporada 2015/16. Aún así, El Niño suele intensificar la estación seca en el país y puede reducir a la mitad la cosecha más pequeña (con menos efecto en el principal cultivo que se encuentra actualmente en curso). Creemos que los precios del cacao tienden a aumentar, debido a que El Niño aún está por dejar su huella.



Fuente: United States Department of Commerce, National Oceanic and Atmospheric Administration (NOAA), International Cocoa Organization (ICCO)

Soja

Los precios de la soja han caído cerca de un 18% desde agosto. Las grandes cosechas han finalizado y con ellas los posibles riesgos. Las plantaciones de soja en Brasil comenzarán a florecer y colmarse entre enero y marzo de 2016. Esperamos que una abundante humedad colabore para los rendimientos y su precio negativo sea negativo. Por su lado, las plantaciones argentinas, estarán colmadas, comenzarán a florecer en marzo y podrían beneficiarse de la fase final de El Niño. En Estados Unidos la soja sólo se plantará en abril y por lo tanto es menos probable que enfrente algún impacto.

El trigo y el maíz

En nuestras previsiones del mes de julio, dijimos que los precios del trigo y del maíz caerían, pero una intensificación de El Niño podría impulsar los precios al alza. El Niño, efectivamente fue intenso, pero su impacto resultó sobre dimensionado: tanto los precios de trigo como del maíz han alcanzado una reducción de dos dígitos.

En Australia, un fenómeno meteorológico, (Indian dipolo) ayudó a neutralizar el impacto de El Niño; la cosecha de trigo que se completará en enero es probable que sea más abundante de lo que esperábamos.

Actualmente se está plantando la primera cosecha brasileña de maíz; si los efectos de El Niño permanecen en el país hasta mayo, podremos ver que los rendimientos de los cultivos se benefician y también su precio será negativo.

La contra-tendencia de los inversores respalda la evolución del sector energético

La colocación de capitales en los ETPs y las fluctuaciones de precios

Martin Arnold

Director – Estratega Global en FX & Materias Primas
research@etfsecurities.com

Resumen

- La colocación de los capitales en el sector energético muestra que los inversores mantienen un posicionamiento contrario, lo que favorece a que los bajos precios reboten.
- La entrada de capitales en los metales preciosos e industriales, plantean la posibilidad de que los mercados de metales estén formando un suelo ante una mejora de las perspectivas para 2016.
- A excepción del sector agrícola, la colocación de capitales en los ETPs no varía al ritmo que lo hacen los precios en el mercado de materias primas subyacente.

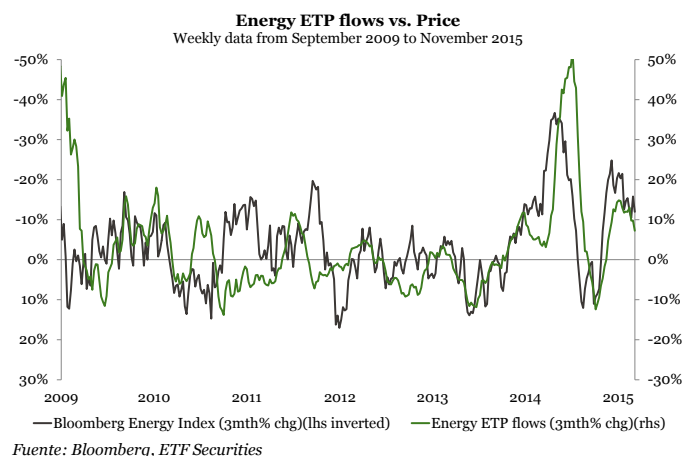
Lo que se viene

La tendencia de los movimientos de capitales en los Exchange Traded Products (ETPs) están comenzando a corroborar la mejora de las perspectivas de las materias primas para 2016.

Los fondos de ETPs están creciendo en el sector de metales y permanecen elevados en el sector energético.

La contra-tendencia de los inversores respalda la evolución del sector energético

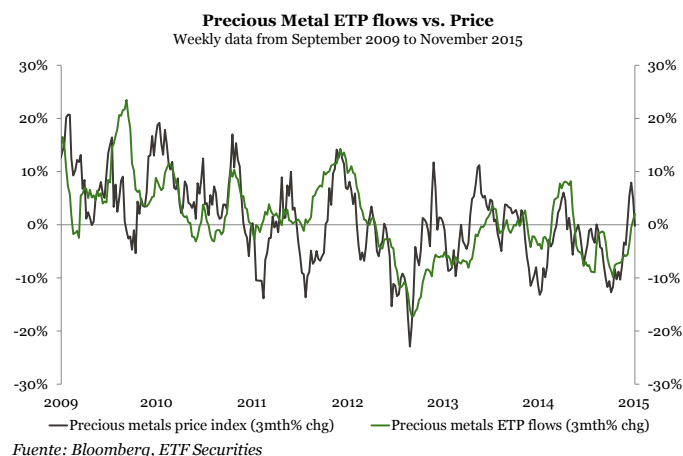
Los inversores en 2015 han aumentado considerablemente su exposición al sector energético a pesar de las caídas de precios que han tenido, habiendo colocado casi \$1.500 millones. El sector energético es único dentro de las materias primas porque históricamente ha captado capitales cuando su precio caía. Y es probable que esta tendencia continúe. Esta naturaleza anti-cíclica indica que los inversores miran con buenos ojos una caída del precio para aumentar su exposición, sobre todo a través de los ETPs sobre crudo.



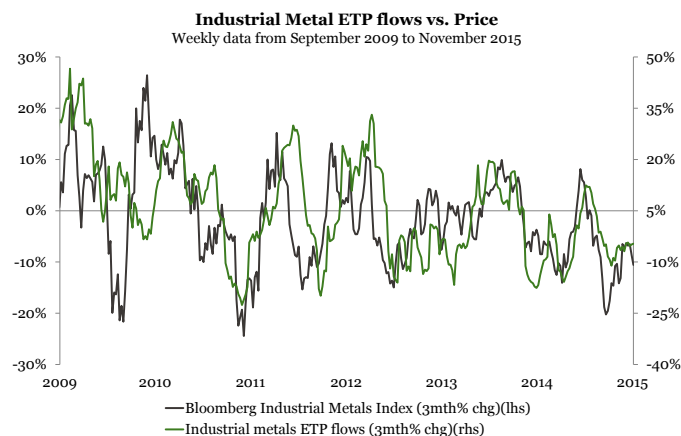
Inversión pro-cíclica en los metales

Si vemos lo que han aumentado los precios y las entradas de capitales en los metales preciosos, podríamos decir que el sector ha tocado un suelo. A pesar de permanecer en territorio negativo, las tasas de crecimiento han vuelto a aumentar desde el nadir de principios de 2015.

La entrada neta de capitales en el mercado de metales preciosos varía en la misma dirección a la de los precios. En el sector de metales preciosos, el oro es el activo que mayor movimiento de capitales genera. De los \$1.200 millones que salieron de los ETPs sobre el sector en 2015, el 80% perteneció a los derivados sobre oro.



A pesar de su naturaleza pro-cíclica, las entradas-salidas de capitales de los ETPs sobre los metales industriales tienden a ser más volátiles que la de los metales preciosos.



Fuente: Bloomberg, ETF Securities

En los mercados de metales y de energía, parecería que las entradas-salidas de capitales de los fondos de ETPs quedan rezagados con relación al mercado subyacente y es por ello que es improbable que afecten de manera significativa a la volatilidad del mercado. En cambio en el sector agricultor, parecería que la relación no es demasiado directa entre la evolución del precio y los movimientos de capitales.

Robótica - El lado positivo de las expectativas

Aneeka Gupta

Asociada – Analista de Mercados

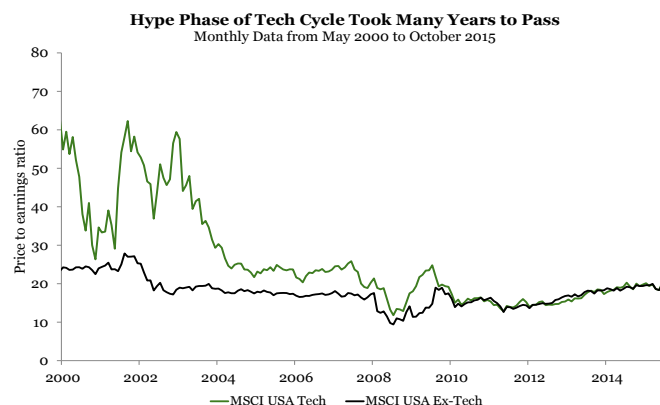
research@etfsecurities.com

Resumen

- No hay duda de que la revolución de la robótica y de la automatización es comparable a la revolución de Internet, que comenzó en la década de 1990: está impactando en nuestra forma de trabajar con una significativa mejora en la calidad de la producción mundial.
- Similar a la revolución industrial del siglo XIX y la revolución de los servicios de la década de 1960, habrá ganadores y perdedores; dejamos para este debate a Martin Ford¹ y Erik Brynjolfsson².
- La preocupación de los inversores es si la revolución robótica caerá al estilo de la burbuja “punto com” o si proporcionará retornos duraderos.

Las expectativas en torno al ciclo tecnológico

La revolución de Internet y la tecnología que comenzó a finales de 1990 han tenido un impacto significativo en la mejora de la eficiencia y la productividad forma generalizada. A pesar de ello, esta revolución se vio empañada por un exceso de optimismo y un exceso de inversión que impactó a la burbuja de las punto.com. Las acciones tecnológicas invertibles entraron en una fase de “bombo publicitario” a finales de 1990 con ganancias (PE) de más de 60 ratios. En el 2001 las acciones de las punto.com se desplomaron y la ganancia/beneficio se modificó. Tomó varios años para que el sector se recuperara y alcanzara un rango de inversión razonable dentro de un amplio mercado.

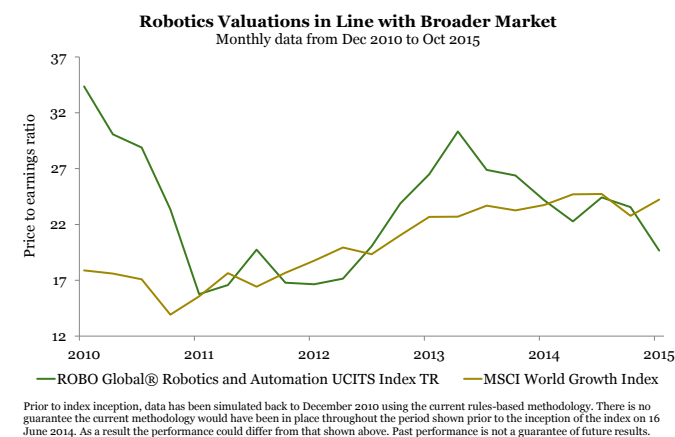


Fuente: Bloomberg, ETF Securities

¹ Autor de “El auge de los robots”, que tiene una visión pesimista del mundo robotizado
² Autor de “La Segunda Era de las Máquinas”, que tiene una visión optimista del mundo robotizado

La Robótica está más allá de las expectativas

Mientras que los valores de las acciones de los productos robóticos parecían excesivos en el 2010 (en relación con el mercado en general), bajaron en 2011. La fase publicitaria re-emergió en 2014, pero la relación precio/beneficio se ha reducido significativamente; actualmente se encuentran por debajo de lo que debería ser su valor real.



Fuente: Bloomberg, ETF Securities

Creemos que con valores tan bajos, hay un fuerte punto de entrada para los inversores para ingresar en una mega tendencia en robótica.

Una mega tendencia en fase temprana

Entendemos que nos encontramos en la fase temprana de una mega tendencia y por lo tanto las oportunidades en el sector lucen muy auspiciosas. Las señales alentadoras son:

- Las fusiones y adquisiciones que se han realizado. La escalada de ofertas indica que el dinero “inteligente” (“smart money”) está siendo canalizado hacia el sector dando credibilidad al potencial de la robótica como inversión.
- Los gobiernos de los países desarrollados y emergentes se encuentran focalizados en la robótica y en la automatización para impulsar la competitividad nacional y aumentar la productividad. China, donde la implementación de robots es relativamente acotada, anunció que duplicará sus robots industriales en 2020. Frente a una población longeva y una limitada tasa de

nacimientos, la capacidad del país para no verse afectado por los costes salariales se verá comprometida. La inclusión de robots en su producción, permitirá a China continuar siendo competitiva.

- Los costes del procesamiento de energía se han reducido

un 27% en la última década y se espera que disminuyan otro 22% en la siguiente. Frente a esta realidad, el potencial de la robótica parece ilimitado. Coches automatizados podrían llegar a ser una realidad comercial en un futuro próximo, dada la eficiencia en el ritmo de su fabricación.

Important Information

General

This communication has been provided by ETF Securities (UK) Limited ("ETFS UK") which is authorised and regulated by the United Kingdom Financial Conduct Authority (the "FCA").

This communication is only targeted at qualified or professional investors.

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

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

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

ETFS UK is required by the FCA to clarify that it is not acting for you in any way in relation to the investment or investment activity to which this communication relates. In particular, ETFS UK will not provide any investment services to you and or advise you on the merits of, or make any recommendation to you in relation to, the terms of any transaction. No representative of ETFS UK is authorised to behave in any way which would lead you to believe otherwise. ETFS UK is not, therefore, responsible for providing you with the protections afforded to its clients and you should seek your own independent legal, investment and tax or other advice as you see fit. 231



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