

## Actualización de abril de las Perspectivas de 2016 de ETF Securities: Ansiedad banco-centralista: la semilla de un error de política

---

La Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) ha cometido un error de política. Después de subir los intereses por primera vez en nueve años, la Fed se ha abstenido de nuevos incrementos en 2016, exasperando el ánimo de los participantes de mercado. Al mismo tiempo, el Banco Central Europeo (BCE) anunció una mayor flexibilización de su política monetaria, incluyendo la ampliación de los tipos de activos que compra en el mercado. La divergencia es desafiante. A la Fed le cuesta centrarse en la solidez de los fundamentos domésticos, tales como la fortaleza del mercado de trabajo o el aumento de las presiones inflacionistas y es reacio a tomar medidas más drásticas en comparación a otros bancos centrales. En cambio, ha revisado su orientación “dot-plot” para indicar que sólo aumentará los intereses dos veces este año (en contraste con las cuatro de diciembre). Creemos que no será suficiente para controlar los precios y podría conducirlo a subirlos de manera más agresiva más adelante en el ciclo.

Es posible que una recuperación económica mundial favorezca a los metales preciosos industriales (plata, platino y paladio). Al mismo tiempo, es poco probable que genere una presión bajista sobre el oro, un activo más defensivo.

La política del banco central seguirá siendo una influencia favorable para el oro. Junto con el central sueco Riksbank, el Banco Nacional de Dinamarca, el Banco Nacional de Suiza y el Banco de Japón, el BCE ha adoptado una política intereses negativos (NIRP). Se argumenta que la NIRP, ya sea en términos nominales o reales, es positiva para el precio del oro.

Si bien los mercados emergentes (ME) han estado de capa caída desde hace algún tiempo, creemos que el pesimismo alrededor de los bonos de los ME es exagerado. Creemos que los inversores están siendo compensados en exceso por el riesgo crediticio de los mercados emergentes y esto genera una oportunidad de compra. Dados los bajos rendimientos en los mercados desarrollados, a medida que mejora el optimismo en los ME, esperamos que las entradas de capital aumenten a los bonos emergentes. Eso debería respaldar a sus respectivas divisas. Los ME son un grupo heterogéneo. Los países emergentes europeos tienen niveles relativamente bajos de deuda en comparación con sus homólogos de América Latina y Asia. Sobre una base ajustada a la inflación, las valoraciones están a favor de las divisas europeas emergentes.

Después de la fuerte corrección en la renta variable en el primer trimestre de 2016, las valoraciones en varios sectores lucen atractivas. De particular interés son los títulos de seguridad cibernética.

La volatilidad es una herramienta poco utilizada en la toma de decisiones de asignación de activos. Demostramos que la generación de una señal de trading para comprar bonos cuando la volatilidad de los títulos de renta variable aumenta súbitamente (y vender bonos cuando la volatilidad de la renta variable disminuye), pueden mejorar los rendimientos en comparación con un portfolio equilibrado o una señal de trading generada sobre la base de los rendimientos relativos entre acciones y bonos. Es probable que la volatilidad siga siendo una influencia dominante en 2016 a medida que la política de los bancos centrales crea incertidumbre, lo que hace que los inversores deban tener cuidado.

### James Butterfill

Executive Director - Head of Research & Investment Strategy

### Martin Arnold

Director – FX & Macro Strategist

### Edith Southammakosane

Director – Multi-Asset Strategist

### Nitesh Shah

Director – Commodities Strategist

### Morgane Delledonne

Associate Director - Fixed Income Strategist

### Aneeka Gupta

Associate – Equity & Commodities Strategist

## Contenidos

### La Big Picture

La credibilidad de la Fed en riesgo.....	3
El oro debería beneficiarse de un contexto de intereses negativos.....	6
Es improbable que la recuperación económica afecte a la evolución del oro .....	8
Los metales industriales preciosos continúan recuperándose.....	11

### Una oportunidad en los mercados emergentes

Los spreads de los mercados emergentes compensan a los inversores por los riesgos crediticios .....	13
El contexto de bajos tipos de interés es beneficioso para las divisas emergentes .....	16

### Mirando lo que nadie ve

Adueñándonos de la oportunidad de inversión de la seguridad cibernética .....	19
Distribución de portfolio renta variable/renta fija: utilizando la volatilidad para mejorar los retornos .....	22
Blockchain y Bitcoin: un mundo complejo en pocas palabras .....	25

# La credibilidad de la Fed en riesgo

Martin Arnold

Director – FX & Macro Strategist

research@etfsecurities.com

## Resumen

- La reciente ambigüedad de política de la Fed generará una mayor volatilidad en el mercado del dólar durante los próximos meses.
- La Fed arriesga a superar sus objetivos inflacionarios y realizar una política monetaria más restrictiva en 2017.
- El dólar puede aún no haber marcado un techo en su valoración ante la incertidumbre que continúa habiendo respecto a la política de intereses de la Fed.

## El efecto de retroalimentación de la política monetaria

La volatilidad en los mercados de divisas se mantiene elevada, ya que a los inversores les sigue preocupando la posibilidad de que las subidas de tipos alteren la recuperación económica de Estados Unidos. Creemos que un incremento de los intereses moderado no afecta al crecimiento económico. La amenaza proviene de lo incierto de la dirección que la Fed busca adoptar.

La forma en la que evoluciona el PIB real sugiere lo sólido que viene siendo el crecimiento económico de Estados Unidos. Si bien el ritmo al cual crece el PIB real no es tan fuerte como antes de la crisis, no hay evidencia de una desaceleración. Este nivel de crecimiento garantiza que la política monetaria sea más restrictiva.

que ahora la Fed está reaccionando a la volatilidad de la valoración de los activos y de los factores externos en lugar de trabajar sobre su mandato de pleno empleo y de estabilidad de precios. La política monetaria cada vez más incierta podría estar alimentando la volatilidad del mercado y generando por ende un círculo vicioso. Como resultado, la volatilidad se mantendrá hasta que la política de la Fed se haga más predecible.

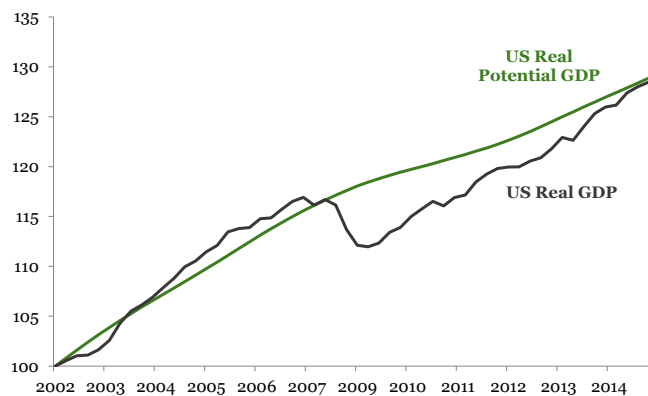
## La posición laxa vuelve a prevalecer sobre la restrictiva

El FOMC no alteró los intereses en su reunión de marzo de 2016 -una decisión ampliamente anticipada-. Creemos que esto fue un error de evaluación de las autoridades del comité monetario.

Las últimas proyecciones económicas publicadas en la reunión de marzo del FOMC destacan que la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal se ha vuelto más pesimista desde la reunión de diciembre. La estimación media indica que los intereses subirán hasta el 0,9% (desde el nivel actual del 0,38%) a finales de 2016, por debajo del 1,4% proyectado en diciembre. El mercado es aún más miope que la Fed y descuenta solamente una subida de tipos a finales de año.

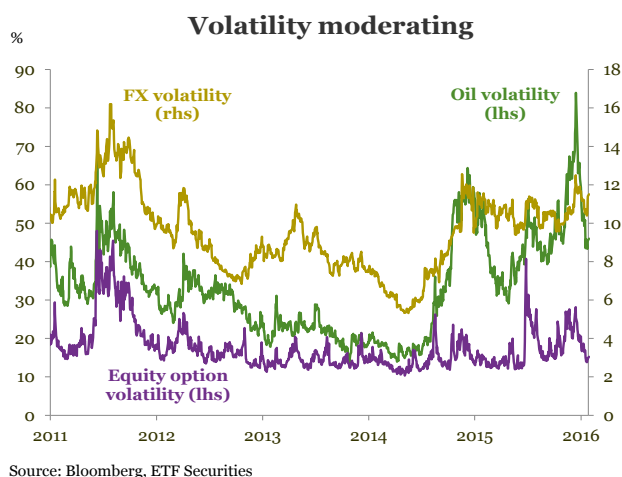
Los estudios anteriores ponen de manifiesto que dicha evaluación es equivocada. El ex presidente de la Reserva Federal Ben Bernanke, ha señalado que "la volatilidad en la valoración de los activos debería afectar a la política monetaria sólo en la medida en que incida sobre la inflación proyectada por el central". El FOMC señaló que "los acontecimientos económicos y financieros globales siguen planteando riesgos". Creemos que la Fed está siendo dictada por los mercados, algo que va a conducir a consecuencias no deseadas, tomando decisiones de política monetaria que no sean suficientes -este es el primer error de la Fed-. La perspectiva que el ex presidente Bernanke mantuvo, fue que la política debe responder a la evolución de los mercados sólo si se ve comprometida la estabilidad financiera.

US growth path



Source: Bloomberg, CBO, ETF Securities

A pesar de que probablemente la incertidumbre sea un elemento constante en el contexto financiero, la recuperación de Estados Unidos continuará en 2016. Sin embargo, parece



## Aumento de la presión inflacionaria

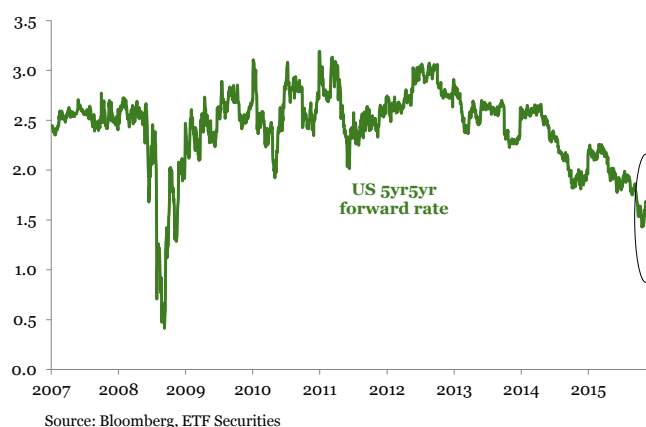
La estimación de la Fed para la inflación a finales de año es del 1,6%, en comparación con el nivel actual de 1,0%. El objetivo a medio plazo es del 2,0%. El escenario más probable es que la Fed supere su objetivo si sigue posponiendo la restricción de su política. Su expectativa inflacionaria de alcanzar el nivel objetivo en "dos o tres años" parece una posibilidad muy remota, dado que la inflación subyacente ya se está ubicando en el 2,3%.

La Fed sabe que el mercado laboral estadounidense es fuerte y es probable que cuanto más sólido sea, la inflación irá en aumento. Es probable que la economía de Estados Unidos ya casi haya alcanzado un nivel de desempleo (NAIRU) en donde la inflación empieza a subir como resultado de la presión salarial. De hecho, según las proyecciones de la Fed, la tasa de desempleo (4,7%) se encuentra ahora en la parte inferior de su rango de 4,7-5,8% a largo plazo.

Por más que en términos anuales, los niveles salariales vengán crecimiento ligeramente, a una tasa del 2,2%, dicha moderación parecería ser una rareza aislada de cara al próximo otoño. Ajustándose esto, la verdadera tasa de crecimiento de los salarios es probablemente más cercana al 2,6%. Si bien el incremento de los salarios nominales es deficiente, el crecimiento del salario real permanece sólido y en línea con la mejora media que a más largo plazo viene teniendo el mercado laboral.

La falta de crecimiento de los salarios en un mercado laboral sólido, ha sido marcada por muchos como el factor de que la inflación no haya despegado. Los presupuestos de los hogares, sin embargo, han sido compensados por los bajos intereses y los bajos precios de la gasolina. Además, si el crecimiento del salario real está aumentando debido a la dinámica de la inflación deprimida, entonces los hogares, serán menos proclives a recibir los aumentos de los salarios nominales, especialmente si el crecimiento de la productividad es bajo. Sin embargo, esta dinámica no se puede sostener a largo plazo, ya que la inflación subyacente está aumentando - los trabajadores exigirán el crecimiento salarial nominal para defenderse contra la erosión del poder adquisitivo-. Existe un potencial de un espiral de precios y salarios en desarrollo como resultado.

## Inflationary expectations begin to rise



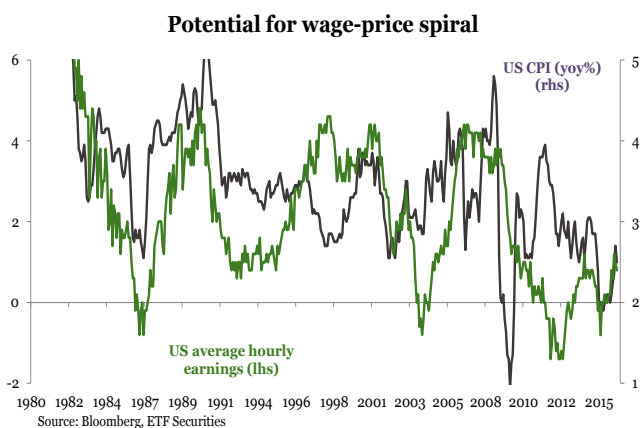
La última declaración del FOMC incluso señala que "las medidas basadas en la encuesta de expectativas de inflación a largo plazo cambian poco", frente a la disminución de las expectativas inflacionarias del mercado. Pero la presidenta de la Fed Janet Yellen, dijo que como resultado de la "mejora continua en el mercado laboral... ya veremos a la inflación repuntar". Sin un cheque monetario sobre las presiones inflacionarias, aunque sean graduales, las expectativas de una mayor inflación podrían acentuarse, algo que sólo los aumentos agresivos de los intereses podrían curar.

## La credibilidad de la Fed en la mira

El riesgo de esperar demasiado tiempo para subir los intereses genera una mayor incertidumbre. Tal situación parece un círculo vicioso, ya que los mercados se preocupan por las decisiones de la Fed y la Fed por la volatilidad de los mercados – lo cual son cuestiones que no corresponden a su mandato-.

Con el mercado de trabajo de Estados Unidos estando en una situación sólida, la presión inflacionaria debería ser el foco de la Fed. Si la Fed es demasiado lenta en el aumento de los intereses durante este año, las expectativas de inflación comenzarán a tomar impulso y la única cura será un ritmo de subidas más agresivo.

Si bien la Fed puede ser capaz de aumentar los intereses gradualmente debido a que la recuperación de la economía

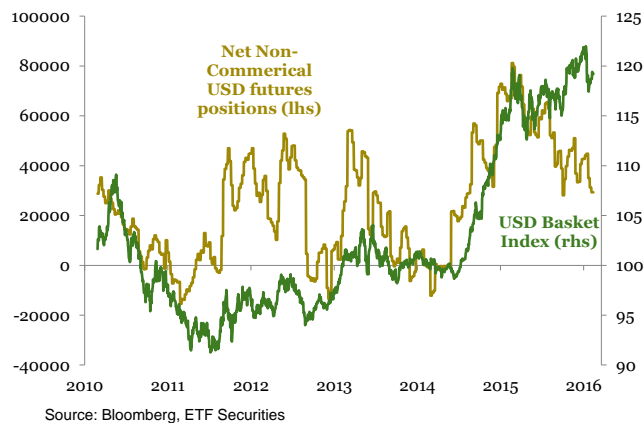


viene siendo más lenta, el proceso de ajuste no debe estancarse y su retórica debe ser clara: la economía de Estados Unidos ya yace, indudablemente, en pleno empleo y las expectativas inflacionarias deben ser contenidas. La Fed tiene que ser más activa de lo que actualmente ha sido; tiene una historia de ser reactiva y este ciclo de ajuste no parece ser diferente. La credibilidad de la Fed ahora está en la mira.

## Implicancias para el dólar

Si bien el mercado está descontando un dólar más fuerte durante los próximos tres meses, el posicionamiento en el mercado de futuros ha disminuido en las últimas semanas. Últimamente el valor del dólar ha estado oscilando, pero esperamos que siga volátil a muy corto plazo hasta que el FOMC se expida de manera más clara respecto a su política de intereses.

### Investor positioning



A pesar de que el dólar tocará techo en 2016, aún no se ha contraído lo esperado debido a que la Fed no ha podido cumplir aún con su mandato date.

# El oro debería beneficiarse de un contexto de intereses negativos

James Butterfill

Executive Director – Head of Research & Investment Strategy  
research@etfsecurities.com

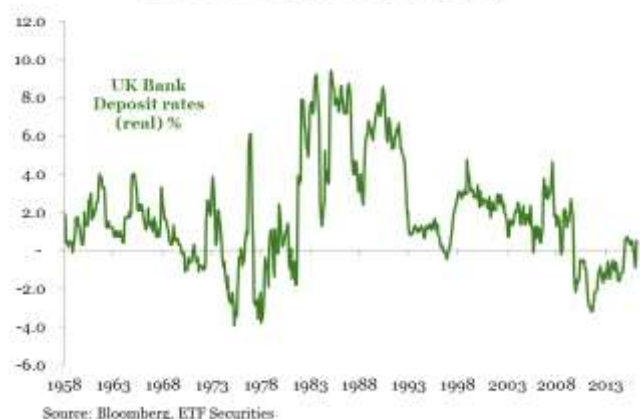
## Resumen

- Históricamente, en contextos de bajos tipos de interés reales negativos, el oro ha marcado un mejor desempeño que en los períodos de intereses no negativos.
- Es probable que el oro sea utilizado por las empresas como una forma de evitar el efecto de los intereses negativos.
- La NIRP (Política de intereses negativos, por sus siglas en inglés) no es el último experimento de los bancos centrales.
- La NIRP podría hacer que los futuros sobre oro entren en backwardation y por lo tanto podría ser utilizado como instrumento de Carry Trade.

## La diferencia es mínima entre la NIRP y los intereses reales negativos

Salvo hasta ahora, históricamente nunca ha habido un periodo en el que los intereses sobre depósito de los bancos centrales se hayan vuelto negativos, con el Banco Central Europeo (BCE) habiendo reducido el interés sobre facilidad de depósito para los bancos hasta el -0,4%. En cuanto a los datos del Reino Unido, que tiene la mayor base de datos del mundo de la evolución de los intereses sobre depósitos, nos puede dar algunas pistas sobre lo que podría suceder con el oro durante los períodos de intereses negativos. Vemos ya que no hay diferencia sustancial entre los intereses sobre depósito negativos hoy y los intereses pasivos reales negativos en la década de 1970 y el período de pos crisis crediticia. Los períodos de rendimientos reales negativos suelen dar lugar a la fuga de capitales de los depositantes hacia los activos reales o de altos intereses y ambos son una forma de "default suave", ya que están diseñados para generar inflación, lo que fomenta el gasto y reduce el valor real de las deudas.

UK Bank Deposit rates (real)



## Los bancos centrales estructurando los intereses reales negativos

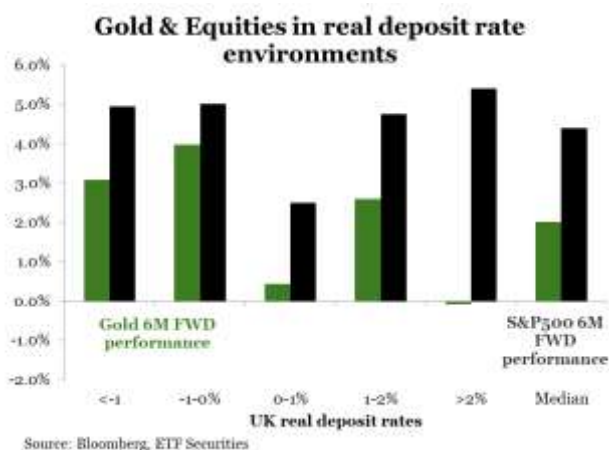
Los bancos centrales son cómplices en la generación de la inflación deseada por el gobierno central. En una carta reciente del FRBSF Economic, titulado "¿Hay argumentos para que la inflación no alcance su objetivo?", escrito por el economista senior de la Reserva Federal de San Francisco, Vasco Cúrdia, sostiene que la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) está dispuesta a permitir que la inflación supere el nivel objetivo al mantener los intereses bajos. Teniendo en cuenta que la inflación subyacente está aumentando más rápidamente que los intereses nominales, se aprecia que una política de intereses reales negativos claramente se está llevando a cabo en los EE.UU. Sin embargo, no puede persistir para siempre, ya que constituiría una violación de la Ley de la Reserva Federal, y expondría al banco central a todo tipo de interferencia política. Sin embargo, como la política emprendida hoy es apuntar a los resultados de inflación y empleo en más de un año, el banco central puede pretender que la regulación se mantenga sensible debido a los riesgos futuros.

Ya sea negativos en términos reales (Fed) o en términos nominales (BCE, el central sueco Riksbank, el Banco Nacional de Dinamarca, el Banco Nacional Suizo, el Banco de Japón), los intereses negativos parecen ser la opción política de los bancos centrales del mundo desarrollado modernos.

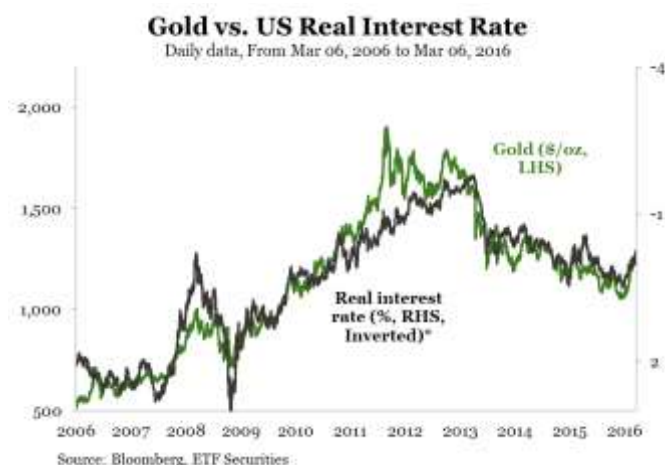


## El oro marca un mejor desempeño en los contextos de intereses reales negativos

Ha habido dos períodos distintos, donde los intereses sobre los depósitos bancarios fueron negativos en términos reales: en el período de 1970 y etapa posterior a la crisis de crédito. En la década de 1950 hubo intereses reales negativos leves, pero el precio del oro era fijo. Es por ello que nos hemos fijado en los datos de 1968, cuando el precio del oro comenzó a variar. 1968 marcó el final de tanto el régimen de tipo de cambio fijo unificado y el principio del fin de Bretton Woods.



Los datos históricos sugieren que existe una relación entre los intereses reales negativos y el precio del oro. La tabla anterior pone de relieve el rendimiento de los 6 meses hacia adelante del precio medio del oro en diferentes contextos de intereses reales. Los datos ponen de manifiesto una diferencia positiva del oro en contextos de tipos de interés reales negativos en relación a períodos más normales. Hemos incluido el rendimiento de los índices S&P 500 como punto de referencia, destacando que los intereses reales tienen poco impacto en el rendimiento del mercado de valores.



## Las consecuencias no deseadas de la NIRP

Los tipos de interés negativos fijados por el BCE están teniendo algunas consecuencias no deseadas. Según Bloomberg, los inversores institucionales, las cajas de ahorros y los fondos de

pensiones están debatiendo si vale la pena asumir los costes de seguros y logística de mantener efectivo físico ante una mayor disminución de los depósitos a la vista por debajo de cero, lo que afecta negativamente a la rentabilidad. En consecuencia, se están buscando maneras de evitar el pago de los tipos de interés negativos. El enfoque de Munich Re ha sido el de aumentar sus reservas de oro.

Los bancos también son propensos a sufrir de los intereses negativos correspondientes a la facilidad de depósito del BCE, aunque las propuestas subastas TLTRO II tienen condiciones de financiación más favorables que la iniciativa original del TLTRO. En el TLTRO II, los préstamos de los bancos por encima de un cierto punto de referencia recibirán un descuento, lo que ayudará a compensar el "impuesto" sobre sus tasas de depósito. Es alentador que la introducción del TLTRO II y la compra de bonos de empresas no financieras por parte del BCE, destaca que los bancos centrales están buscando métodos alternativos de estímulo, y que la NIRP no es necesariamente el último experimento por los bancos centrales. El BCE es muy consciente de los efectos perjudiciales que los intereses negativos podrían tener sobre el nivel de préstamos europeos que de por sí ya es escaso.

## La NIRP podría impulsar al oro en backwardation

Los tipos de interés son una variable clave en la valorización de un futuro sobre materias primas y consecuentemente son esenciales en determinar el retorno total de un futuro sobre una clase de activos determinada.

El valor de los futuros sobre materias primas se basa en el "coste de financiación". El coste de financiación incorpora los costes de almacenamiento y de seguros, y el coste de fondeo del dinero necesario para la compra de la materia prima subyacente. Con los intereses más bajos, y con la expectativa de que puedan prevalecer negativos, los precios a lo largo de la curva de futuros sobre materias primas se verán obligados a bajar a medida que los costes de financiación sean más baratos. Cuanto más bajos son los intereses, es mayor el potencial de que la curva de los futuros sobre las materias primas se incline hacia la backwardation.

Además, debido a que hay un coste de mantener el efectivo en un contexto de NIRP, la creciente demanda de los "activos monetarios" defensivos como el oro, debería elevar los precios en el extremo delantero de la curva a medida que se eleva la oportunidad de mantener los saldos de caja.

En resumen, nos encontramos con que en un contexto de intereses reales negativos o de NIRP, es probable que el oro tenga un rendimiento superior al que suele tener en períodos normales.

# Es improbable que la recuperación económica afecte a la evolución del oro

Nitesh Shah

Director – Commodities Strategist

research@etfsecurities.com

## Resumen

- El aumento de la inflación y el debilitamiento del dólar repercuten positivamente sobre el valor del oro. Sin embargo, una expansión en el ciclo económico podría presionar a la baja al precio del metal.
- Si bien encontramos que el ciclo económico es un importante motor de los precios del oro, este parece ser un fenómeno relativamente nuevo. Un retorno a las viejas relaciones podría afectar a las cualidades defensivas del oro.
- Si la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) reanuda para junio de 2016 la subida de tipos, el oro en aproximadamente \$1.250 marcaría un valor bastante justo.
- Seguimos creyendo que la Fed continúa cometiendo un error de política al ser muy lenta para normalizar los intereses.

## El oro como un activo defensivo

En nuestro informe titulado [Los errores de política monetaria generan un potencial alcista para el oro<sup>1</sup>](#), presentamos un modelo que mostró que el precio del oro se asocia positivamente con la inflación y el sentimiento de los inversores hacia el metal (usando el posicionamiento especulativo neto) y se asocia negativamente con los rendimientos nominales a largo plazo y el índice ponderado del dólar. Se propone agregar una variable más al modelo: un indicador del ciclo económico. Esta medida, que hemos desarrollado internamente, combina los siguientes elementos<sup>2</sup>:

1. Los déficit presupuestales de EE.UU
2. Los indicadores económicos de referencia
3. El diferencial entre el índice de precios al consumo y el índice de precios de producción (variable de referencia para los márgenes de beneficios corporativos)

El indicador se comporta de una manera similar a la brecha del producto, pero no requiere conjeturas en cuanto a lo que es el producto potencial y es más oportuno que la publicación de la brecha del producto de la Oficina de Presupuesto del Congreso.

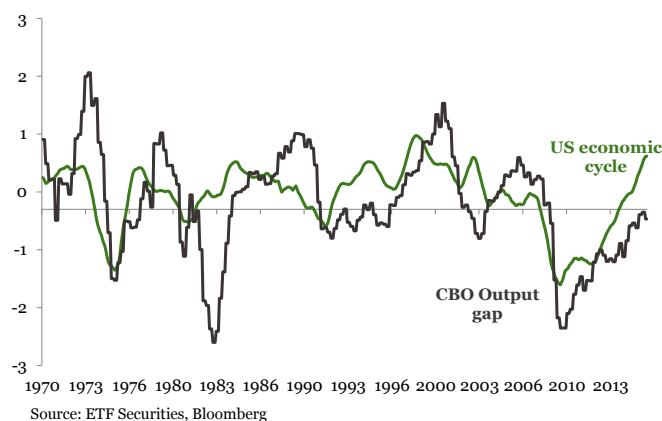
<sup>1</sup> Presentado en el informe de Perspectivas de 2016 de ETF Securities: No creáis lo que dicen..., (diciembre de 2015)

<sup>2</sup> La medida es normalizada alrededor de la media utilizando un z-score y utilizamos una diferencia de 1 año en la medida como resultado del modelo

Aunque muchas de las variables en el modelo existente tienen alguna relación con el ciclo económico, el déficit presupuestario y los márgenes de las empresas no son capturados también.

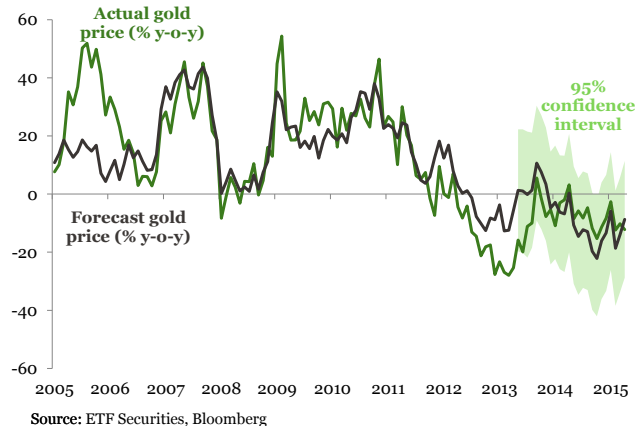
El uso de la nueva variable en el modelo mejora su R-cuadrado (una medida estadística que mide cuán cerca los datos yacen a la línea de regresión ajustada) de un 64% al 68%.

### US economic cycles



La variable se asocia negativamente con los precios del oro y a sus cualidades defensivas. Es significativa al nivel del 1% y el modelo mejorado funciona bien en nuestra prueba de muestra extra.

### Gold price model in out of sample test



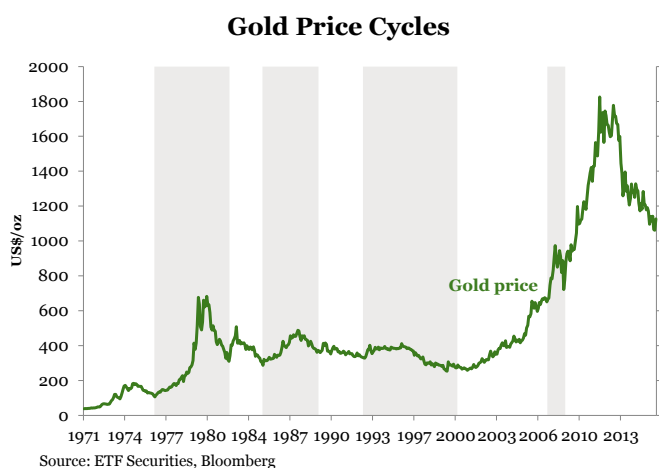
El modelo indica que a medida que EE.UU evoluciona hacia



una fase más fuerte de su ciclo económico (es decir, con las brechas de producción positivas), los precios del oro son propensos a sufrir. Sin embargo, todavía creemos que otros elementos del modelo - es decir, una mayor inflación y un debilitamiento del dólar- seguirán impulsando a los precios del oro.

## Factores determinantes en los ciclos de oro

Antes de aceptar la nueva variable en el modelo, vamos a ver cómo en el pasado ha sido consistentemente relevante en los ciclos del precio del oro. Creemos firmemente que debemos incluir todos los datos históricos disponibles para calibrar el modelo. No obstante, como un ejercicio para cuándo el modelo funciona y cuándo no, hemos dividido nuestras series de tiempo de modo que podamos ver el rendimiento del modelo en diferentes ciclos del oro. Las barras indican ciclos de oro separadas (desde 1974).



Calibramos el modelo en cada uno de estos ciclos de precios del oro por separado y ver si las variables explicativas son significativas y de la señalización esperada (véase la tabla a continuación).

Aunque todas las variables se vuelven relevantes en el último ciclo (2008-2016), que ha sido bastante raro a través de los diferentes ciclos de precios del oro, el índice del dólar ponderado tiende a ser la variable más consistente en el modelo a lo largo del tiempo, habiendo caído solamente en dos

de los últimos nueve ciclos (1974-1976 y 2007-2008). En el primer período, el mundo se estaba ajustando a la muerte del sistema de Bretton Woods y por tanto la relación dólar-oro no había sido completamente formada aún. En 2007-2008, la crisis financiera mundial llevó a los inversores a considerar como activos refugio al dólar y al oro, rompiendo la relación tradicional.

La inflación ha sido una variable significativa en cinco de los últimos nueve ciclos. Entre 1982 y 1993 (que abarca tres ciclos), la inflación no logró convertirse en una variable significativa con el signo correcto. Si bien durante este período EE.UU. estaba ajustándose a un nivel de inflación mucho más bajo, los precios del oro estaban reaccionando a una serie de impactos a nivel mundial.

Los rendimientos nominales sólo parecen ser una variable relevante en cuatro de los últimos nueve ciclos. Ha sido una variable relevante para la mayor parte de la década pasada, pero antes de eso sólo fue significativa en los períodos 1982-1985 y 1993-2001. Absolutamente como el reciente ciclo, en 1982, los intereses nominales estaban disminuyendo (aunque desde una base muy alta).

Para el período de tiempo que tenemos los datos, el posicionamiento especulativo parece relevante en la mayoría de los ciclos. En el período 2001-2007, la mayoría de los elementos del modelo fracasaron. Los fuertes beneficios en el precio del oro que se dieron en el medio de 2006 (52% anualizado en junio de 2006, por ejemplo), son difíciles de explicar y refleja una burbuja en ese período.

La variable del ciclo económico sólo parece ser significativa en dos de los últimos nueve ciclos. De hecho, su signo se mueve de positivo a negativo en muchos de los ciclos. Esto sugiere que el mismo es uno de los elementos menos estables de nuestro modelo. Por esta razón, debemos advertir el no poner demasiado énfasis en la variable ciclo del modelo. De hecho, el indicador del ciclo parece estar cerca de un pico en este momento, pero los precios del oro siguen aumentando.

	1974-1976	1976-1982	1982-1985	1985-1989	1989-1993	1993-2001	2001-2007	2007-2008	2008-2016
Dólar	✗	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✗	✓
Inflación	✓	✓	✗	✗	✗	✓	✗	✓	✓
Rendimientos nominales	✗	✗	✓	✗	✗	✓	✗	✓	✓
Indicador de ciclo	✗	✗	✗	✗	✗	✓	✗	✗	✓
Posicionamiento especulativo	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	✓	✗	✓	✓
R <sup>2</sup> ajustado	67%	68%	73%	79%	17%	71%	23%	92%	82%

✓ Estadísticamente significativo en al menos un nivel del 10% y el coeficiente tiene el signo correcto  
 ✗ No estadísticamente significativo en al menos un nivel del 10% y el coeficiente tiene el signo incorrecto  
 N/D No disponible

Fuente: ETF Securities

# Las sorpresas de la inflación y la depreciación del dólar para hacer que los precios sigan subiendo

Gracias a este modelo, suponiendo que la inflación se eleva al 2% y el indicador de ciclo se incrementa en 0.5, los precios del oro son propensos a permanecer en los niveles actuales de cara a febrero de 2017 (suponiendo una depreciación del 5% del dólar y el posicionamiento especulativo manteniéndose alrededor de su media a largo plazo). Un aumento agudo de la inflación o de la depreciación del dólar, podría hacer que el oro se valore. Estos son los resultados probables si la Reserva Federal continúa con su retórica actual. Con nuestro indicador de ciclo ubicándose cerca de sus máximos históricos, no

creemos que el componente ciclo se mueva mucho más alto, lo que atenuaría la caída del oro.

Gold in level terms (US\$/oz), Feb 2017

		Increase in economic cycle score								
		-1.00	-0.75	-0.50	-0.25	0.00	0.25	0.50	0.75	1.00
CPI inflation (%)	-2.5	1222	1197	1172	1147	1121	1096	1071	1046	1021
	-1.0	1283	1258	1233	1208	1182	1157	1132	1107	1082
	0.0	1324	1299	1273	1248	1223	1198	1173	1148	1122
	1.0	1364	1339	1314	1289	1264	1239	1213	1188	1163
	1.5	1385	1359	1334	1309	1284	1259	1234	1209	1183
	2.0	1405	1380	1355	1329	1304	1279	1254	1229	1204
	2.5	1425	1400	1375	1350	1325	1299	1274	1249	1224
	3.0	1446	1420	1395	1370	1345	1320	1295	1269	1244
5.0	1527	1502	1476	1451	1426	1401	1376	1351	1326	

# Los metales industriales preciosos continúan recuperándose

Nitesh Shah

Director – Commodities Strategist

research@etfsecurities.com

## Resumen

- Es probable que la demanda de platino, paladio y plata continúe aumentando dado que la producción industrial de China parece marcado una base.
- Es probable que los déficit de oferta se hagan más pronunciados a medida que el Rand atenúa su depreciación y los mineros reducen su producción.
- Se espera que el aumento de los estándares de emisiones globales, impulse una mayor demanda de los metales del grupo del platino (PGM).

## Recuperación iniciada

La plata, el platino y el paladio han comenzado a recuperarse este año, apreciándose un 14%, 11% y 7%, respectivamente (al 22 de marzo de 2016). Parte de su recuperación refleja sus estrechos vínculos con el oro: los rendimientos mensuales de la plata y el platino han sido del 70% y el 57% en correlación con el oro desde 1993. La plata y el platino son muy utilizados en joyería y se invierten en forma de barras y monedas. El paladio tiene una correlación mucho más baja que el oro (25% desde 1993), lo que refleja el hecho de que la fabricación de joyas y las inversiones de barras y divisas requieran un uso muy pequeño del metal. Sin embargo, más de la mitad de la plata y cerca de 70% del uso del platino, es en aplicaciones industriales y en componentes para automóviles (más del 90% de paladio). Es por ello que la producción industrial es un importante motor de la demanda de estos metales. Nos referimos a estos metales como metales preciosos industriales para distinguirlos del oro, que funciona más como un activo monetario.

## La producción industrial de China encontró una base

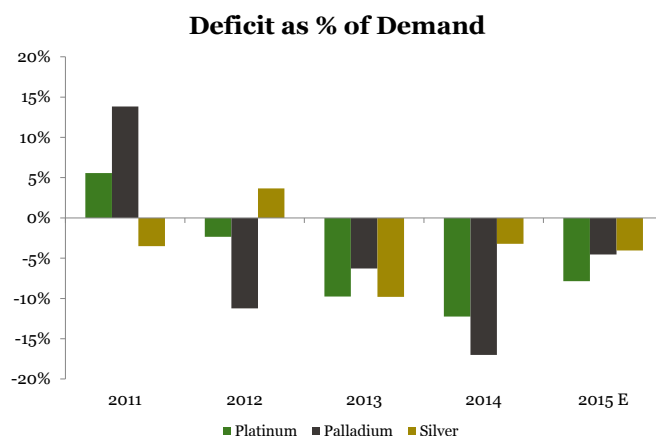
Parte de la razón por la que estos metales preciosos han estado cayendo desde 2011, se debe a la demanda moderada de China a medida que se ajusta a un ritmo más lento de crecimiento económico. El crecimiento de la demanda china de plata y el platino ha caído en los últimos años, pero sigue siendo fuerte para el paladio, que se utiliza en gran medida en los convertidores catalíticos de los automóviles con motor de gasolina. Si bien el crecimiento de la producción industrial de China cayó desde un máximo de cerca del 20% anualizado a mediados de 2010, parece haber encontrado una base, después de haber crecido un 6% interanual durante casi todos los meses en 2015.



Source: ETF Securities, Bloomberg. Industrial precious metals is the average of silver, platinum and palladium

## Es probable que los déficit de oferta aumenten

Estos tres metales han estado en un déficit de oferta en los últimos tres años y es probable que así continúe. Sudáfrica, que produce el 80% del platino y cerca de 40% de paladio, habitualmente tiene problemas de índole laboral y de seguridad de mano de obra y energía. La depreciación del Rand sudafricano ha aislado a sus mineros de la caída del precio del producto subyacente durante algún tiempo. Sin embargo, como el Banco de la Reserva de Sudáfrica está decidido a acabar con la inflación elevando los intereses y recuperando el valor de su divisa, los mineros ya no estarán tan aislados como solían estar. Es probable que los mineros continúen recortando la producción.

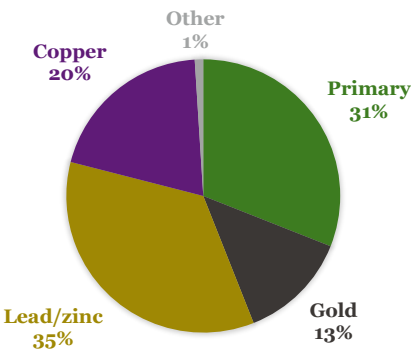


Source: ETF Securities, Johnson Matthey, GFMS,

Es probable además que la producción de la plata, que

principalmente es extraída para producir otros metales, vuelva a reducirse. Tal como discutimos en el informe de [La mejora del optimismo sobre los metales industriales](#), –marzo de 2016–, los fuertes recortes de los gastos operativos en el sector de metales industriales reducirá la producción del zinc y del cobre en 2016.

Sources of silver supply



Source: ETF Securities, GFMS

La restricción de las normas de emisión impulsa la demanda de los PGM

En 2015, las normas de emisión más estrictas se han ido extendiendo en Europa. En Europa hay más coches diésel que coches a gasolina. Los automóviles diésel utilizan cargas de platino más altas en comparación al paladio empleado en sus catalizadores para automóviles. Aunque los catalizadores no son la principal tecnología para reducir las emisiones de NOx (las trampas de NOx magro y la reducción catalítica selectiva son utilizadas en el tratamiento posterior para este fin), según Johnson Matthey, los PMG optimizan el proceso. Como resultado, en 2015 las cargas de PGM aumentaron un 7% debido a la puesta en marcha de la legislación. Es probable que la demanda de platino en 2016 aumente como resultado de las mayores cargas en los coches europeos introducidos en septiembre de 2015.

	Fecha de introducción	Factores claves
Euro 6		Emisión genérica estándar.
Euro 6a		Fase voluntaria.
Euro 6b	Sept 2015	56% menos de NOx permitido que el Euro 5 para los diésel. Ningún cambio significativo en los de gasolina.
Euro 6c	Sept 2017	Número de partículas para gasolina para ser ajustadas a los niveles diésel .Ningún cambio para los diésel.
Euro 6d	Sept 2017	La prueba de emisiones de conducción real en lugar que las pruebas de laboratorio. Un margen de maniobra dado

contra los límites (utilizando los llamados "factores de conformidad"), pero éstas serán restringidas progresivamente

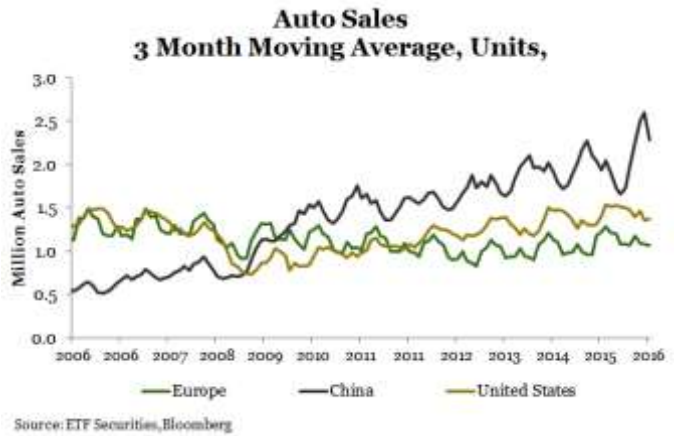
Fuente: Johnson Matthey, ETF Securities

En 2010, la India había lanzado una norma de emisión estándar que era el equivalente al Euro4 en 14 estados, que ha de ser forzada a nivel nacional para el año 2017. Sin embargo, ante el deseo de mejorar la calidad del aire, este año la India ha decidido desechar el equivalente al Euro5 desplegando la regulación Euro5 y saltando al equivalente de la regulación Euro6 en 2020. La India además, rápidamente se pone al día con sus homólogos de los países desarrollados en las normas de emisión. Lo anterior es un buen augurio para los PGM teniéndose en cuenta el rápido crecimiento de las ventas de automóviles en los mercados emergentes.

EE.UU ha entrado en una nueva fase de restricción de las normas de emisión. En California y un número de otros estados "verdes", las regulaciones LEV III se implementarán para los modelos fabricados entre 2015 y 2025. Los Federal Tier 3 se pondrán en marcha entre 2017 y 2025. El efecto de ambas legislaciones es que las emisiones serán en última instancia reducidas en un 70-80%.

Esperamos una mayor carga de paladio, en particular, (dado el predominio de los motores de gasolina en los EE.UU.) como resultado de la nueva legislación.

A pesar de las fluctuaciones estacionales, las ventas mundiales de automóviles siguen siendo fuertes - una tendencia que vemos se mantiene ya que la recuperación económica mundial continúa ganando impulso-.



Con la demanda de los metales preciosos industriales y el aumento de la oferta siendo cada vez menor, es probable que se entre en otro año de un déficit de oferta. Tal escasez de la oferta respaldará a los precios. El aumento de los estándares de emisiones globales añadirá un viento de cola a la demanda de los PGM en 2016 y más allá.

# Los spreads de los mercados emergentes compensan a los inversores por los riesgos crediticios

Morgane Delledonne

Associate Director – Fixed Income Strategist

research@etfsecurities.com

## Resumen

- Los bonos de los mercados emergentes (ME) ofrecen uno de los mejores rendimientos ajustados por riesgo. Creemos que los spreads compensan en exceso los riesgos crediticios y de liquidez.
- Cuanto más tiempo se mantenga la retórica de intereses más bajos, los bancos centrales del G10 deberían limitar la apreciación del dólar e impulsar una firme salida de capitales de los mercados desarrollados a los emergentes, a medida que los inversores buscan mejores rendimientos en cualquier otra parte.
- En términos generales, los balances de cuenta corriente de los mercados emergentes se han gestionado correctamente hasta el momento, lo que refleja su solidez económica y financiera.

## Los factores externos acotan el salto de los rendimientos de los bonos estadounidenses

El Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Japón (BoJ) han aplicado políticas monetarias cada vez más acomodaticias desde enero de este año, mientras que la Reserva Federal (Fed) es cada vez más reacia a aumentar los intereses. Por lo tanto, es probable que este año la divergencia entre los bancos centrales del G-10 no sea tan pronunciada. Creemos que esto debería frenar la colocación de capitales en el “refugio” de EE.UU. y la apreciación del dólar. Un contexto de intereses bajos, cuando no negativos, sigue alentando a los inversores a la caza de rendimientos más altos tomando riesgos adicionales (por ejemplo, aumentando la exposición a las clases de activos de mayor riesgo de crédito, los bonos denominados en moneda local y la gestión activa).

## En general, las economías de los mercados emergentes demostraron ser resistentes

Desde principios de la década de 2000, los países emergentes han demostrado en general, gestionar una mayor disciplina fiscal, monetaria y política, lo que contribuye al aumento de sus reservas internacionales y a la estabilización de la inflación. Es por ello que los bancos centrales de estos países ganaron credibilidad, habiendo muchos de ellos atravesado un sólido desempeño económico y financiero.

Sin embargo, a la crisis de 2008, le siguió la desaceleración del

crecimiento económico de China y la prolongada caída de los precios del sector energético. Esto dañó la confianza de los inversores e hizo que en 2015 y por primera vez en diez años, de todos los mercados emergentes se registraran salidas netas de capital. Esta repentina parada en la entrada de capitales, a su vez, ha socavado el crecimiento económico y los saldos de cuenta corriente, así como la heterogeneidad exacerbada entre las economías emergentes.

	PMI Mfg*	Current Account (%GDP)	Debt (%GDP)**	Fiscal Balance (%GDP)**	Inflation above target?	Monetary Policy
China	<50	>0	<60	<-3	No	Loosening
Russia	>50	>5	<60	>-3	Yes	Loosening
India	>50	<0	>60	<-3	No	Loosening
South Africa	>50	<0	<60	<-3	No	Tightening
Turkey	>50	<5	<60	>-3	Yes	On hold
Brazil	<50	<5	<60	<-3	Yes	Tightening

Fuente: Bloomberg, ETF Securities (\*Por encima (por debajo) de la barrera de los 50 significa expansión (contracción), \*\*Criterio del Tratado de Maastricht: la deuda por debajo del 60% del PIB y el déficit fiscal sin superar más del 3% del PIB)

Los países con regímenes cambiarios de cuasi-flotación se beneficiaron de la mejora de la competitividad generada por la depreciación de su divisa y el ajuste de sus cuentas corrientes. Por ejemplo, el rublo ruso perdió un 56% de valor frente al dólar entre agosto de 2014 (USD/RUB a 36,1) y enero de este año (USD/RUB a 82,9), lo que ayudó a Rusia a aumentar su superávit en cuenta corriente del 3% del PIB en 2014, al 5% del PIB en 2015 a pesar de una menor demanda externa de crudo y de materias primas. Por otro lado, los saldos de cuenta corriente de los países posicionados como intermediarios en la cadena de oferta global, tales como China, India y Corea, se ajustaron automáticamente por la menor demanda mundial. Sus importaciones de insumos intermedios y exportaciones de bienes manufacturados (después de la transformación), se redujeron de forma simultánea.

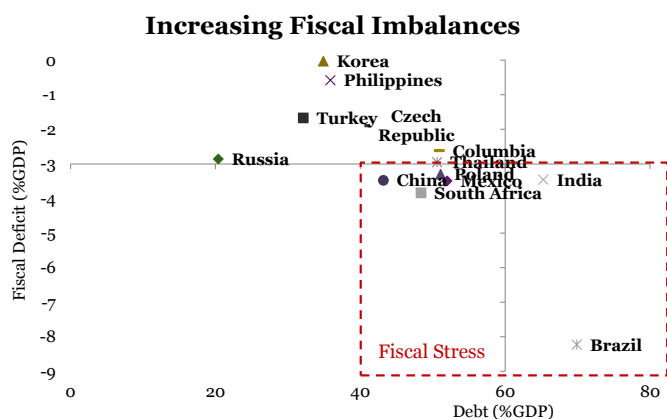
Sin embargo, países como Sudáfrica, Turquía y Brasil no lograron ajustar sus balances externos. Cualquiera de los riesgos idiosincrásicos, como la inestabilidad política, o los desequilibrios macroeconómicos específicos, impulsaron fuertes salidas de capital, presionando a sus bancos centrales a aumentar los intereses. Dichas acciones impidieron que sus tipos de cambio se depreciaran a niveles competitivos para restaurar sus saldos externos. En particular, en Turquía se está registrando el mayor déficit en cuenta corriente entre los países emergentes (-6% del PIB a partir de diciembre de 2015).



Con la excepción de esta minoría de países, los saldos de cuenta corriente de los países de mercados emergentes han logrado evolucionar bien hasta el momento, lo que refleja su capacidad de recuperación económica y financiera. En nuestra opinión, la impopularidad actual de los mercados emergentes no refleja sus fundamentos económicos y por lo tanto, se genera una oportunidad de diversificación de portfolio y de obtener un rendimiento adicional.

## Con todo, los desafíos a largo plazo han aumentado

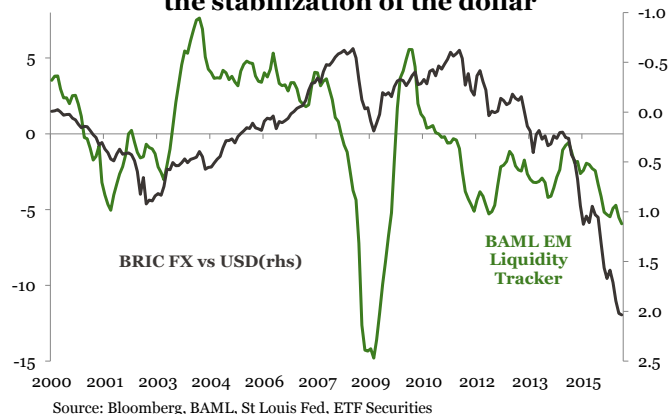
Como resultado de los ingresos fiscales más bajos, una parte significativa de los presupuestos fiscales se ha utilizado como mecanismo de estabilización automática, lo que lleva a un deterioro material del equilibrio fiscal en algunos países. En promedio, el déficit fiscal de los países emergentes se incrementó un 40%, a un -3% del PIB. En particular Brasil, Sudáfrica, China e India registran los mayores déficits fiscales y el más alto nivel de endeudamiento como se ilustra a continuación. Pero esto no debería preocupar demasiado en este momento (ya que es más un problema a largo plazo).



## La valoración de los bonos emergentes es atractiva

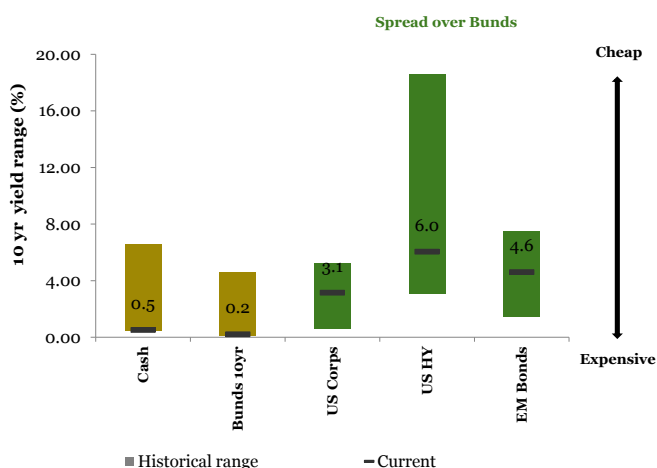
Los bonos de los mercados emergentes en 2015 registraron en gran parte un rendimiento inferior porque los inversores percibían al fortalecimiento del dólar como perjudicial para la situación de la deuda emergente. Sin embargo, la pérdida de valor de las divisas emergentes frente al dólar, refleja el miedo de los inversores, el cual en nuestra opinión ha sido extremo, ya que sólo el 40% del total de la deuda emergente actual es en dólares o euros.

### Local currency EM bonds should benefit from the stabilization of the dollar



Los bonos denominados en moneda local se beneficiarán de lo que creemos que será una estabilización del dólar, lo que alentará a los inversores a tomar ventaja de un mayor rendimiento en los mercados emergentes. Al 25 de marzo de 2016, el spread de intereses entre los bonos emergentes y los Bunds se situó en el 4,6%, mientras que los rendimientos de los emergentes muestran una menor volatilidad que la de los bonos de alta rentabilidad de EE.UU. Por el contrario, los rendimientos de los muchos mercados de dinero oscilan alrededor del 0%, y los spreads de intereses entre los bonos corporativos de grado de inversor estadounidense y los Bunds, se ubica en 3,1%. La inversión en los mercados de bonos emergentes sigue siendo atractiva debido a que sus valoraciones parecen ser bajas. Sin embargo, el riesgo de esta visión es si la Fed sacude el mercado con una subida de tipos de interés en abril.

### Asset class valuation ranges



## En nuestra opinión, el riesgo de los bonos emergentes está descontado excesivamente

El continuo descenso de los precios del crudo llevó a Moody's a rebajar la nota de 13 bonos soberanos y 67 bonos corporativos de grado de inversión en África y Oriente Medio desde el comienzo del año. Los mercados emergentes pueden enfrentarse a una nueva ola de bajadas de calificaciones



durante este año. Brasil, Turquía, Europa del Este, África y Oriente Medio están bajo la mayor amenaza. Pero esta rebaja de la calificación se dirige a países específicos (los más expuestos a la industria del crudo) y no a la totalidad de los mercados emergentes. Además, el 90% de la deuda de los mercados emergentes es de los gobiernos o relacionada a ellos. Creemos que los gobiernos tienen una posición crediticia más fuerte de la que comúnmente se percibe y por tanto, el

aumento de los diferenciales generales parece exagerado.

Entendemos que los diferenciales compensan en exceso a los inversores por los riesgos crediticios a los cuales los países emergentes están expuestos, en particular en las economías emergentes de Asia, Rusia, India y América del Sur (excepto Brasil).

# El contexto de bajos tipos de interés es beneficioso para las divisas emergentes

Martin Arnold

Director – FX & Macro Strategist

research@etfsecurities.com

## Resumen

- El contexto de bajos intereses en los mercados desarrollados debería beneficiar progresivamente a las divisas emergentes a medida que mejora el optimismo.
- Las economías emergentes de Europa presentan un menor estrés crediticio (a nivel público y privado) que las economías emergentes de Asia o Latinoamérica.
- Las divisas asiáticas parecen mantener una valoración excesiva en relación a sus contrapartes de los países emergentes de Europa o Latinoamérica desde una base ajustada por inflación.

## Cambio de sentimiento

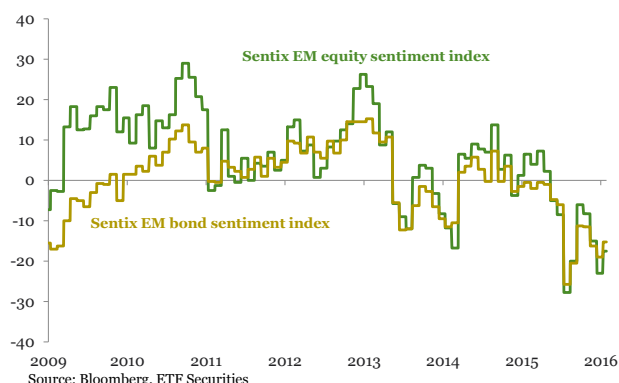
La mayoría de las crisis de divisas de los mercados emergentes (ME) han resultado de una combinación de elevados niveles de endeudamiento, bajos niveles de reservas internacionales y fugas de capital. Las divisas de los ME han tenido un momento difícil en los últimos años -en particular los más vulnerables bajo un contexto de aumento de intereses-. Las reservas internacionales de los bancos centrales de estos países se mantienen estables, salvo unas pocas excepciones (Rusia, Argentina y Hungría son los casos más notables). Es por ello que en 2016 la historia puede comenzar a mejorar.

Durante el año pasado el índice sobre divisas emergentes *JP Morgan EM currency* se ha depreciado más de un 8%. El peor desempeño regional en 2016 viene siendo en Asia. Sin embargo, bajo un contexto de mejora de la economía mundial, esperamos que la búsqueda de rendimientos de los inversores los lleve a exponerse cada vez más a los activos emergentes.

Las divisas en los mercados emergentes se han corregido a principios de 2016, ante la elevada volatilidad. Aunque persisten los temores que la recuperación económica mundial esté perdiendo impulso, las monedas emergentes podrían repuntar con fuerza este año.

El apetito de los inversores por activos de los ME parece estar mejorando, a medida que se estabiliza el optimismo hacia la renta variable y la renta fija.

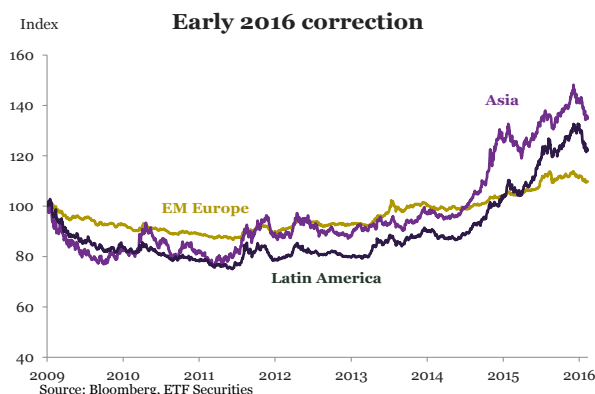
### EM investor sentiment



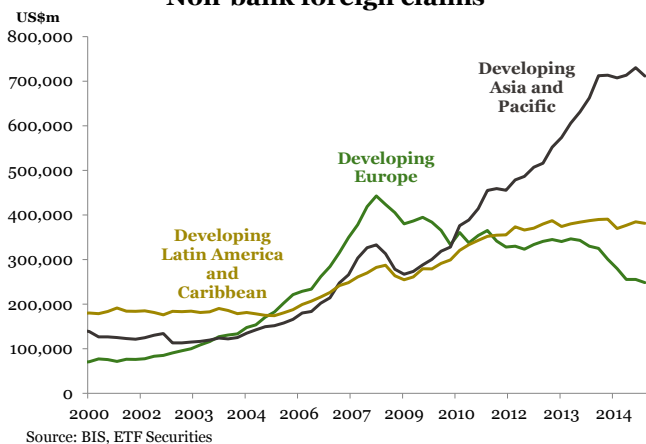
En términos de entradas de capital, lo anterior no se ha reflejado aún; los inversores en enero de 2016 redujeron, por séptimo mes consecutivo, su exposición a los bonos emergentes y a la renta variable de acuerdo a las salidas de capital registradas por el Instituto de Finanzas Internacionales. Si bien 2015 fue el peor año desde la crisis financiera en términos de entradas de capital a los ME, estas entradas se mantuvieron estables en febrero de 2016 y las colocaciones en la renta fija emergente compensó las salidas en la renta variable emergente.

### Europa favorecida por el estrés crediticio

En 2015 los ME tuvieron un menor desempeño debido a que los inversores previeron el fortalecimiento del dólar y los posibles problemas asociados al endeudamiento denominado en moneda extranjera.

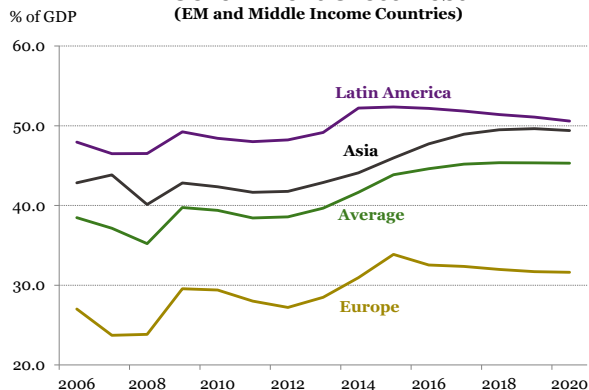


### Non-bank foreign claims



Con la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) ajustando su política monetaria, el esporádico fortalecimiento del dólar podría ser una desventaja para aquellos países emergentes que poseen niveles de endeudamiento en dólares muy elevados. Aunque esperamos que el billete verde continúe bajo presión en el transcurso de 2016, las diferencias inter regionales siguen siendo importantes. El sector privado de Europa emergente es el menor en comparación a otras regiones y bajo el contexto actual, presenta el mayor potencial para marcar un desempeño destacado.

### Government Gross Debt (EM and Middle Income Countries)



Fuente: IMF, ETF Securities

Los niveles de endeudamiento soberano también son los más bajos de Europa emergente y no deben ser un obstáculo para invertir en estas divisas regionales como lo ha sido en el caso de las latinoamericanas en los últimos años.

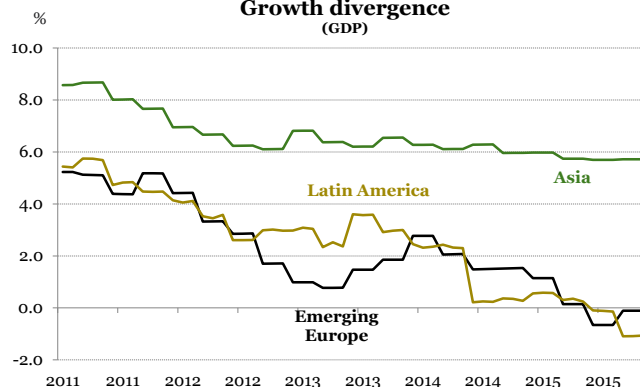
## En busca del crecimiento

Partiendo de la premisa de que los capitales de los inversores buscan retornos dentro de economías con elevados niveles de crecimiento y baja inflación, las divisas asiáticas emergentes parecen estar en la mejor posición para apreciarse en 2016.

No obstante, es probable que las divisas de los países cuyos bancos centrales han implementado políticas de flexibilización, como China e India, no logren apreciarse demasiado a corto plazo. Aún así, ante los fuertes niveles de crecimiento en la región y los gobiernos dispuestos a impulsarlo a través de las

políticas fiscales, la valoración de dichas divisas parece estar tocando suelo.

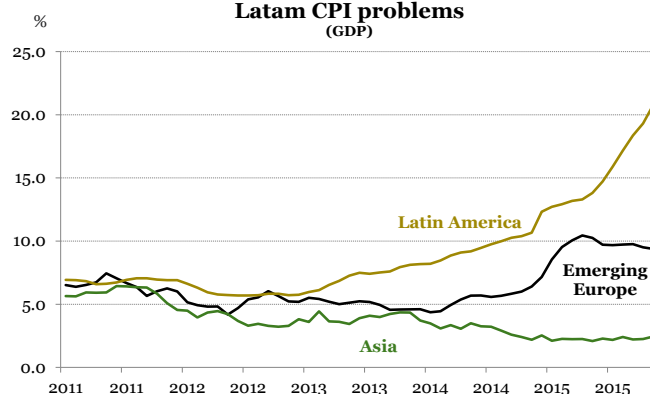
### Growth divergence (GDP)



Fuente: Bloomberg, ETF Securities

Es evidente que los exportadores de crudo como Rusia, han tenido dificultades a raíz de la caída de precios. Las restricciones impuestas desde el exterior no han ayudado a la situación, por lo que los inversores tienen que tener cuidado con los "otros" riesgos de los mercados de deuda soberana además del estrés que de por sí llevan.

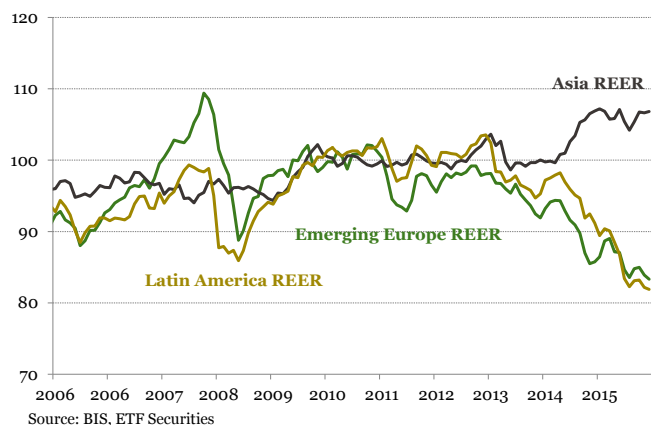
### Latam CPI problems (GDP)



Como regla general, los inversores deben tener cuidado con aquellos países emergentes cuyos bancos centrales están restringiendo la política monetaria para evitar la fuga de capitales, sobre todo cuando hay poca presión inflacionaria y el crecimiento es débil - Sudáfrica es un buen ejemplo-. Con el sector de la minería bajo presión, es probable que el Rand continúe estando vulnerable. Sin embargo, los problemas de inflación, tales como lo son en un país como Brasil, son también una amenaza para los retornos.

## Las valoraciones yacen en mínimos no vistos en años

### EM Real Effective Exchange Rates



En términos de valoraciones, ajustadas por la inflación, las divisas asiáticas emergentes cotizan relativamente en exceso en

comparación a las europeas y las latinoamericanas. Parece que los inversores ya han descontado en buena medida las perspectivas de crecimiento sólidas. En consecuencia, creemos que las valoraciones están a favor de las divisas europeas emergentes, dadas las presiones inflacionarias y las presiones de deuda subyacentes que enfrentan las de los países de América Latina.

# Adueñándonos de la oportunidad de inversión de la seguridad cibernética

Aneeka Gupta

Associate – Equity & Commodities Strategist

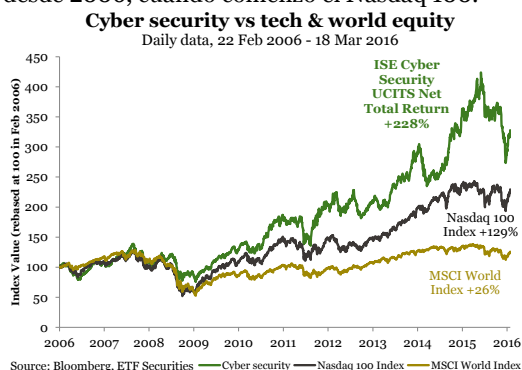
research@etfsecurities.com

## Resumen

- Los títulos de seguridad cibernética ofrecen una menor volatilidad que los del sector tecnológico y la renta variable en general.
- El gasto de las empresas, los gobiernos y los hogares en seguridad cibernética está en aumento. Por otra parte, la seguridad informática goza de un flujo de ingresos más diverso que el de la tecnología.
- La seguridad informática está más allá de la fase de bombo y está enfocada hacia un avance permanente.
- La caída reciente de la renta variable ha dejado los títulos de seguridad cibernética atractivos en relación a los del sector tecnológico.
- 2015 fue un año clave en la financiación y la expansión de los negocios en las empresas de seguridad cibernética, lo que hace que sea un sector clave de crecimiento.

## El sector de seguridad cibernética marca un crecimiento superior a largo plazo

La caída de los mercados internacionales de renta variable desde el principios de 2016, no ha afectado a los títulos del sector de seguridad cibernética. Es probable que el pesimismo que emana del índice S&P 500 haya impulsado a dichos títulos a acumular un retorno en lo que va del año de un 8% ante el aumento del 11% de la correlación entre ambas clase de activos, a un 0.76. La seguridad cibernética superó el desempeño del sector tecnológico (Nasdaq 100) y el Índice MSCI World por un margen significativo del 98% y del 202%, respectivamente, desde 2006, cuando comenzó el Nasdaq 100.

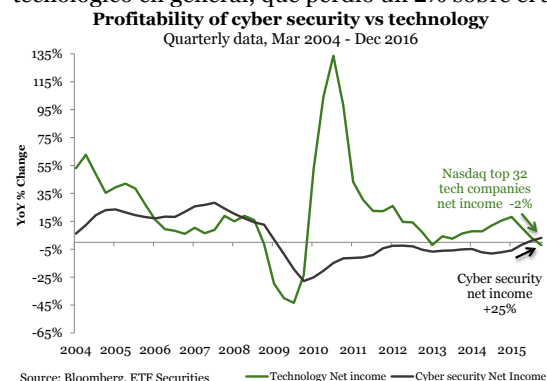


Este período incluye la crisis financiera de 2008 y la caída del

mercado chino en 2015, lo que destaca la capacidad de recuperación de los títulos de seguridad cibernética frente al resto del mercado en un mundo como el de hoy, comandado digitalmente. Más importante que la recuperación de sus mínimos de 2016, fue el desempeño más fuerte que el sector de seguridad cibernética (+ 20%) marcó versus el del índice MSCI World (+ 12%). Evidentemente, la avalancha de amenazas informáticas que enfrentan los gobiernos, las empresas y los individuos está impulsando el gasto en seguridad cibernética. Creemos que este gasto en seguridad está bien posicionado para superar el gasto total de IT, lo que hace que la divergencia de ambos sectores sea más acentuada a futuro.

## Un futuro rentable por delante de la seguridad cibernética

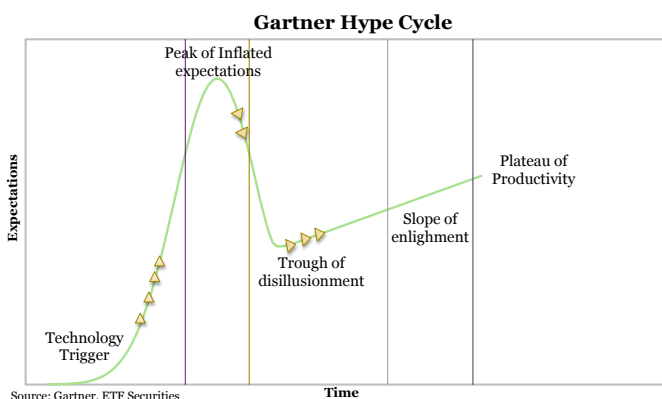
Se ha convertido en un imperativo para las organizaciones a nivel mundial defenderse contra los daños económicos, operativos y de reputación generales causados por los ataques cibernéticos. Creemos que el sector de seguridad cibernética está mejor posicionada que el de la tecnología en general, debido a que este subsector capta un flujo de ingresos más diverso debido a una amplia gama de productos que atraen a una gran base de clientes. Los incidentes de seguridad cibernética están creciendo a una tasa compuesta anual (CAGR) del 66% desde el año 2009, mientras las empresas de este subsector captan un flujo de ingresos diversificados que les permite aumentar su rentabilidad. Durante el cuarto trimestre de 2015, los ingresos netos del subsector de la seguridad cibernética produjeron un 25% de beneficios frente al tecnológico en general, que perdió un 2% sobre el año anterior.



## La seguridad informática está más allá de la fase de bombo

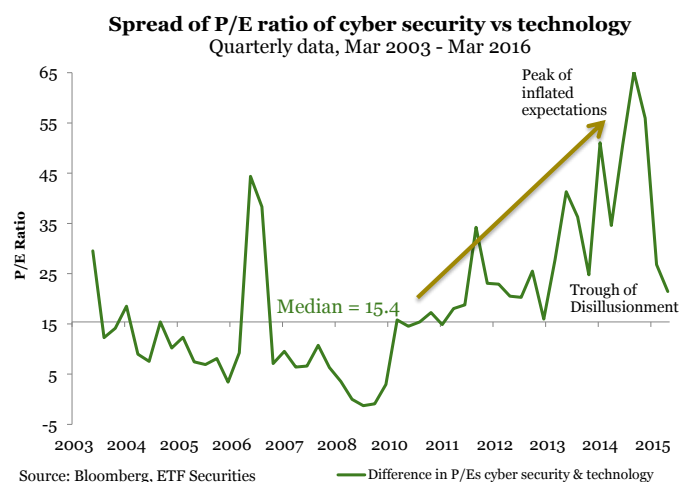
Es probable que la ciberdelincuencia se expanda hacia la robótica, la inteligencia artificial, la impresión 3D y la biología industrial. El crecimiento de la Internet de los objetos (IO) permite que casi todos los automóviles, líneas aéreas, aparatos electrodomésticos o equipos de oficina sean conectados virtualmente, lo que deja al descubierto los agujeros más críticos para que los hackers exploten. Los requisitos para proteger la IO no son sencillos y las empresas tendrían que utilizar una mezcla de enfoques en lugar de confiar en una sola solución.

Creemos que la seguridad informática va más allá de la fase ilusoria o de bombo que se le impone a los inversores en un principio. El ciclo de bombo acuñado por Gartner es una ilustración sobre cómo las expectativas de una nueva tecnología inicialmente se vuelven demasiado infladas y cuando la realidad se manifiesta, termina generando una desilusión. Es por ello que creemos que se puede aplicar el mismo concepto a las valoraciones de los títulos de seguridad cibernética.



## Los títulos del sector cibernético presentan ahora una valoración atractiva

Analizando la valoración relativa de la seguridad cibernética en comparación con la tecnología durante el ciclo de bombo, se encontró que a partir de una perspectiva del binomio de precio/beneficios (P/E), el sector de seguridad cibernética está más allá del pico de expectativas infladas presenciado en junio de 2015. Si bien las valoraciones del sector tecnológico han permanecido estables en el rango de 17-19x, las valoraciones en el subsector de seguridad cibernética han caído desde un máximo de 70x a 40x, con lo que el diferencial de su histórico P/E yace a niveles vistos por última vez en 2013 y cerca de su media histórica. Creemos que esto indica que las valoraciones de los títulos de seguridad informática se encuentran actualmente en el seno de la desilusión.



Sin embargo el aumento de la dependencia del mundo en seguridad informática combinado con una mayor rentabilidad del sector, hace que sus perspectivas vuelvan a ser alentadoras. Además, la seguridad informática ofrece un beta inferior de 0,88 en comparación con el de la tecnología, por lo que hace que su riesgo más bajo y su valoración más atractiva.

## El sector de seguridad cibernética atrae a los capitales inteligentes

Las bien publicitadas violaciones de datos y fallos técnicos, evidentemente, han atraído los capitales inteligentes al sector de seguridad cibernética. 2015 marcó un hito en la financiación de la seguridad cibernética con ofertas por un total de \$11.500 millones. La tasa compuesta anual ha aumentado en un impresionante 21 % entre 2011 y 2015. Algunos ejemplos notables de inversión en empresas start-ups de seguridad cibernética, son los que a continuación se presentan:

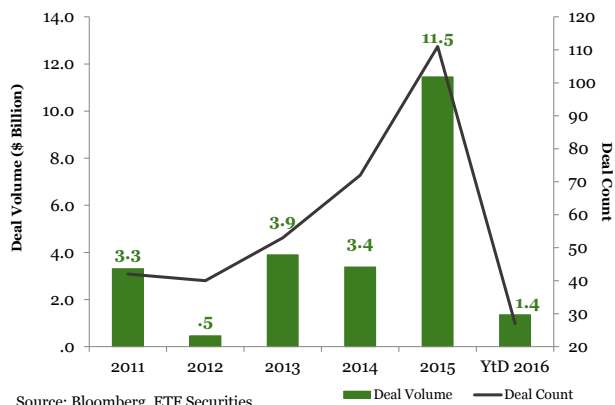
- El proveedor global de software de seguridad informática de última generación, **Tenable Network Security**, recibirá un financiamiento de \$250 millones a través de Insight Venture Partners y Accel.
- **Google Capital**, fondo de inversión de Google, colocó \$100 millones en **CrowdStrike**, un proveedor de plataforma de protección de estaciones de última generación.
- **Checkmarx**, líder en seguridad de aplicaciones de software, recibirá de Insight Venture Partners, una inversión de \$84 millones.

Se espera que esta tendencia continúe en 2016, anunciándose negocios con una valoración acumulada anual estimada en \$1.400 millones.



### Record Investment for cyber security in 2015

Annual data, 2011 - YtD 2016



En resumen, la necesidad intangible de seguridad cibernética de los usuarios es difícil de cuantificar, dados los crecientes

ataques cibernéticos que enfrenta el mundo profundamente conectado en el que vivimos. Es evidente que la seguridad cibernética superó al mercado más amplio en un horizonte largo y tiene la elasticidad para recuperarse de las graves crisis. Las valoraciones actuales desde una perspectiva de P/E, proporcionan un punto de entrada atractivo en el sector de seguridad cibernética. Creemos que la seguridad cibernética está más allá del punto de la desilusión actual. Además, el claramente bajo beta de 0.88 permite a los inversores obtener la exposición a uno de los segmentos de más rápido crecimiento de la tecnología a un riesgo relativamente bajo. La inversión récord en la financiación y la realización de negocios en 2015, es un testimonio de las oportunidades actuales que ofrece este sector.

# Distribución de portfolio renta variable/renta fija: utilizando la volatilidad para mejorar los retornos

Edith Southammakosane  
Director – Multi-Asset Strategist  
[research@etfsecurities.com](mailto:research@etfsecurities.com)

## Resumen

- El modelo de la Fed asigna títulos de renta variable o renta fija en función de su valoración relativa, teniendo en cuenta que los rendimientos de la renta variable y los bonos soberanos de largo plazo, son iguales.
- El uso de la volatilidad en lugar de la valoración relativa, proporciona un rendimiento mayor y una menor volatilidad que el modelo Fed y el punto típico de referencia equilibrada de 50/50.
- El portfolio permite disponer de períodos de tenencia más equilibrados en las colocaciones realizadas en la renta variable y renta fija, permitiendo que las decisiones sean tomadas en base a los datos actuales y no a los estimados.

## El modelo de la Fed

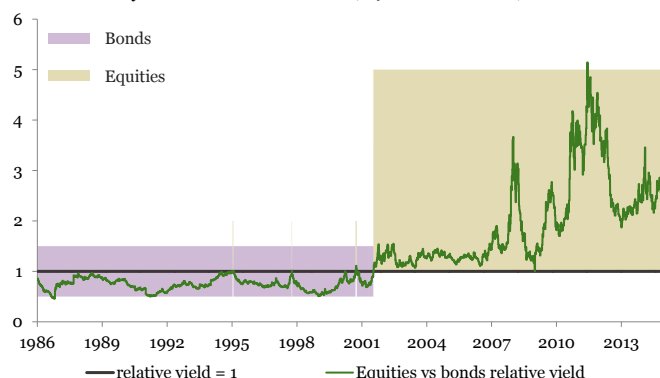
Nombrado por Ed Yardeni en 1997, el modelo de la Fed es un modelo de valoración basado en el principio de que los rendimientos del mercado de valores tienen que ser igual a los de la deuda pública a largo plazo.

$$\frac{E}{P} = Y$$

El modelo de la Fed sugiere que si los rendimientos del mercado de valores son más altos que los de los bonos del Estado a largo plazo, entonces los inversores deben mantener su exposición a los títulos de renta variable, ya que resultan más económicos que los bonos en una base relativa y viceversa.

En la aplicación de esta estrategia mediante los rendimientos del S&P 500 y el rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años, se observa que el modelo mantiene los bonos por un largo período de tiempo (1986 a 2002) antes de virar, solamente una vez, a la renta variable. A continuación, el modelo sugiere mantener las colocaciones en renta variable realizadas desde 2002 hasta hoy.

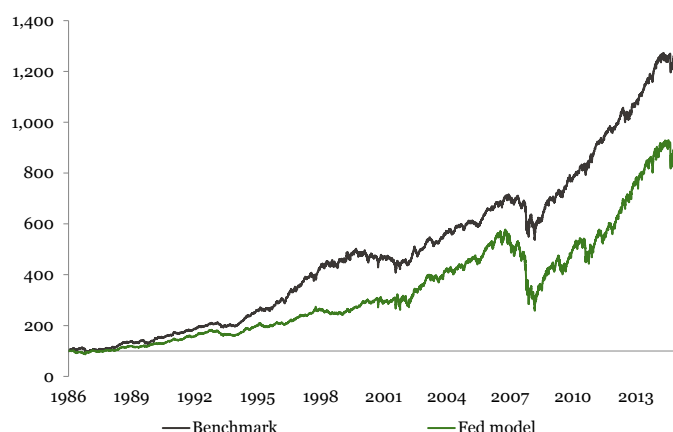
**Trading signal based on E/P above or below bond yield**  
Daily data from December 26, 1986 to March 11, 2016



\* Cuando el dividendo de los títulos de renta variable dividido por el de los bonos es menor que 1, el modelo compra bonos y cuando supera el 1, vende bonos para comprar acciones.  
Fuente: ETF Securities, Bloomberg

Hemos construido un portfolio de un 50% de acciones y 50% en bonos como punto de referencia equilibrado para el modelo de la Fed y miramos el desempeño del modelo realizado en comparación al índice de referencia durante el mismo período. No es de extrañar que el modelo de la Fed haya marcado un rendimiento inferior al del índice de referencia en un 15% anualizado.

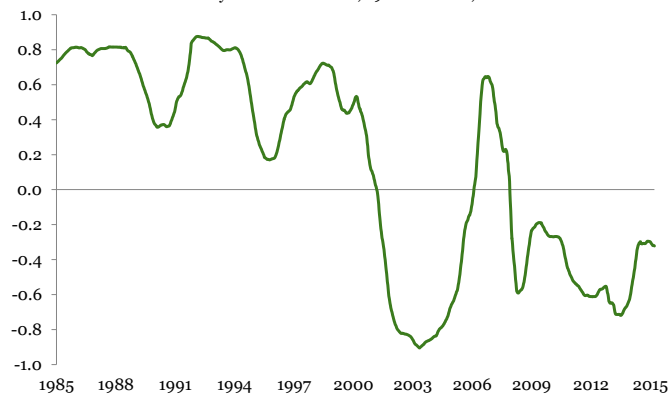
**The Fed model underperformed the 50/50 by 15%**  
Daily data from December 26, 1986 to March 11, 2016



\* S&P 500 es la referencia para la renta variable y el Barclays Treasury 10-20 years para los bonos. Fuente: ETF Securities, Bloomberg

No sólo el índice de referencia proporcionó un mayor retorno anual durante el período, sino que además su volatilidad fue menor a la del modelo de la Fed (volatilidad anualizada del 9,6% vs 14,5% anualizado para el modelo Fed).

**5 Yrs rolling correlation between E/P and Y**  
Weekly data from Jan 02, 1981 to Mar 11, 2016



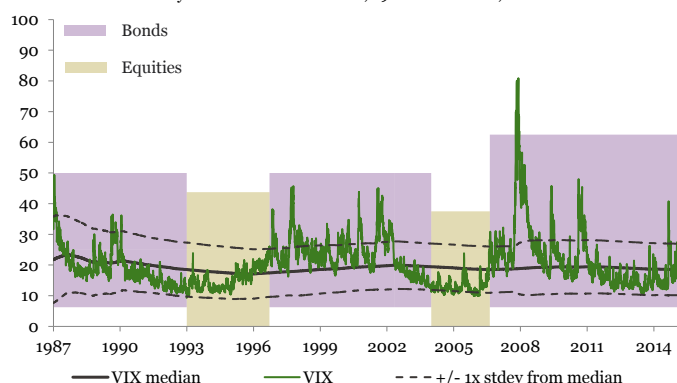
\* El E/P es el binomio de los beneficios divididos por precio de acción. La Y corresponde al rendimiento de los bonos soberanos. Fuente: ETF Securities, Bloomberg

Incluso remontándonos a 1997 cuando se publicó el informe de la Reserva Federal (Fed), el modelo Fed no superó el punto de referencia equilibrado a pesar de haber mantenido una fuerte correlación entre los rendimientos de las acciones y los bonos soberanos a largo plazo hasta el año 2001. A pesar de que la idea era interesante, la Fed no estaba actuando dentro de la muestra.

## Sustitución de los rendimientos relativos con la volatilidad

En general, si bien una estrategia puede funcionar dentro de una muestra, si está condicionada a los indicadores a futuro, o sea, si los inversores necesitan saber hoy el valor del indicador mañana para que la estrategia funcione, entonces es probable que la estrategia falle al cabo una prueba de un muestreo. Una forma de eludir la prueba fuera de la muestra, es estableciendo una estrategia que no dependa de los datos que miran hacia adelante, sino solamente sobre la base de los datos históricos.

**Trading signal based on VIX crossing lower/upper band**  
Daily data from December 26, 1986 to March 11, 2016

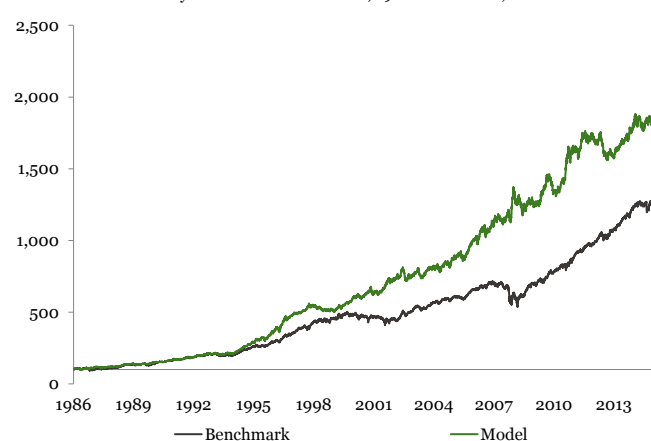


\* VIX es utilizado como variable de referencia del riesgo de la renta variable. La banda superior es 1 vez la desviación estándar de la mediana de la volatilidad y la banda inferior es -1 vez la desviación estándar de la misma mediana. Fuente: ETF Securities, Bloomberg

La utilización de la volatilidad histórica (el índice de volatilidad CBOE o VIX) del mercado de valores en lugar de la valoración relativa, permite que la estrategia sea válida tanto dentro de la muestra y fuera de la muestra. La volatilidad es la medida estándar de riesgo de mercado y un indicador clave para las decisiones de inversión. En nuestra estrategia, tomamos la media de la volatilidad y establecemos una banda superior e

inferior para que capture más del 80% de los puntos de datos. Cuando la volatilidad del S&P 500 (VIX) cruza la banda superior hacia arriba, el portfolio compra bonos y los mantiene hasta que cruza la banda inferior hacia abajo, cuando el portfolio vende bonos para comprar acciones y viceversa, con el fin de reducir el volumen de las operaciones.

**The model outperforms the benchmark by 16.5%**  
Daily data from December 26, 1986 to March 11, 2016



\* La referencia es respecto al portfolio 50/50. El modelo hace referencia al portfolio de renta variable y bonos basado en la volatilidad. Fuente: ETF Securities, Bloomberg

Usando el modelo de volatilidad, desde 1987, la cartera supera el valor de referencia de 50/50 en un 16,5% por año y es un poco menos volátil, aumentando el binomio de Sharpe a 0,76 en comparación con el 0,57 para el índice de referencia.

## Comparando con el modelo de la Fed

En cuanto a la gestión del portfolio, la utilización de la volatilidad ofrece un mejor equilibrio ya que los activos de un portfolio se reasignan después de haber sido mantenidos durante un período significativo de tiempo. El modelo de la Fed, por otro lado, rara vez tiene acciones durante los primeros 15 años de simulación. Es que una exposición a la renta variable por períodos tan cortos hubiera sido costosa y hubiera tenido poco impacto en el rendimiento global del portfolio.

Otro punto a destacar es que mediante el uso de la mediana en lugar de la media del VIX, buscamos deliberadamente evitar grandes desviaciones del VIX que tengan un impacto en la estrategia del portfolio, teniendo eventualmente un impacto negativo la totalidad del portfolio.

Al comparar nuestro portfolio con el portfolio de referencia 50/50 y el modelo de la Fed, claramente el modelo de la Fed tiene sus defectos: una mayor volatilidad, un menor de retorno, una pérdida máxima importante y un período de recuperación más largo. Nuestro portfolio por otra parte, ofrece un mayor retorno con una volatilidad ligeramente inferior en comparación con el del 50/50 de referencia. También aumenta la protección de los inversores contra los riesgos de pérdida, siendo la máxima pérdida en cualquier caso de un -14.3% en comparación con la del modelo de referencia del -25.2%. Finalmente el portfolio lleva menos tiempo (alrededor de un año y medio) para recuperar a su valor máximo anterior,

mientras que el índice de referencia y el modelo de la Fed dura aproximadamente 2 años y 3 años respectivamente.

	50/50	Portfolio	Fed model
Volatility	<b>9.6%</b>	9.1%	14.5%
Annual returns	<b>9.1%</b>	10.6%	7.7%
Max drawdown	<b>-25.2%</b>	-14.3%	-55.3%
Max recovery	<b>2.0</b>	1.6	3.2
Beta	<b>1.00</b>	0.34	1.04
Correlation to benchmark	<b>1.00</b>	0.36	0.69
Tracking error	<b>0.0%</b>	10.6%	10.6%
Sharpe ratio	<b>0.57</b>	0.76	0.28
Information ratio		0.14	-0.13

\*Basado en los datos diarios del USD, del 26 de diciembre de 1986 al 11 de marzo de 2016. La volatilidad y los rendimientos son anualizados. Max drawdown se define como la pérdida máxima de un pico a un mínimo significativo sobre la base de un rendimiento pasado del portfolio. La Max Recovery es la cantidad de años que al valor del portfolio le lleva recuperarse del pico-mínimo significativo anterior. El interés libre de riesgo es igual al 3.60% (Efectivo - una combinación simulada de la IMF UK Deposit Rate and the Libor 1Yr cash yield). Fuente: ETF Securities, Bloomberg

En esta nota, se muestra que las estrategias basadas en conceptos simples como el portfolio de referencia de 50/50 o el uso de la volatilidad como señal de trading, puede mejorar el perfil de riesgo/beneficio del portfolio en comparación con los modelos que se basan en las señales de trading con vida útil limitada. Si bien el modelo de la Fed marca un rendimiento inferior al de portfolio de referencia 50/50 en muchos sentidos, una estrategia basada en la volatilidad aumenta el perfil de riesgo/beneficio del portfolio y presenta dos ventajas. En primer lugar, las decisiones de inversión se basan en datos reales en lugar de datos de previsión, lo que hace que sea una estrategia fácil de implementar y altamente transparente. En segundo lugar, el número de transacciones, lo que hace que los costes de implementación sean muy bajos.

# Blockchain y Bitcoin: un mundo complejo en pocas palabras

Edith Southammakosane  
Director – Multi-Asset Strategist  
research@etfsecurities.com

## Resumen

- Conceptualmente atractiva pero difícil de precisar de manera tangible o explicar”. Este es exactamente el propósito de esta nota de doble página: tratar de aportar algo de claridad respecto a Bitcoin/Blockchain.
- Si bien la popularidad de bitcoins está disminuyendo, la tecnología que sustenta la moneda digital, Blockchain, está en camino de reformar la industria financiera drásticamente.
- Es probable que las empresas de tecnología financiera que desarrollan el sistema basado en blockchain, se beneficien del aumento de la demanda del libro contable distribuido a medida que la educación sobre el tema se amplía.

## Tema de fondo y vocabulario

Fintech es la terminología general que se refiere a cualquier tecnología que tiene aplicación en la industria financiera: desde plataformas de comercio electrónico a billeteras digitales, como el ApplePay o los activos digitales como Bitcoin.

Creada en 2008 por Satoshi Nakamoto, Bitcoin es una criptomoneda, una clase de divisa formada solamente a fundamentos matemáticos. Está destinada a ser utilizada en la misma forma que las monedas físicas y billetes, excepto que circula sólo en un mundo digital llamado Blockchain y las transacciones se realizan únicamente en línea.

Como una nota bancaria viajando de un lado a otro, Bitcoin se negocia en un modo socio-a-socio, pero sin una entidad centralizada para controlarlo. Si bien en un sistema de moneda fiduciaria, el banco central inyecta dinero nuevo en el sistema, los mineros crean nuevas bitcoins y las inyectan en el Blockchain.

Bitcoin no se negocia en las bolsas como una acción. Sin embargo, hay círculos de todo el mundo que tienen funciones similares. El círculo es un servicio de monedero que envía, recibe, almacena los intercambios y almacena las Bitcoins para los usuarios (o nodos en la terminología Fintech).

Técnicamente, un nodo no es una persona, sino que es un dispositivo que contiene el software o cliente que permite al usuario conectarse a la red Bitcoin e intercambiar Bitcoins.

Para comprar Bitcoins, los inversores tienen que descargar el

software, crear una cuenta y conectarse a la red. Bitcoin también tiene cajeros automáticos o BTMs que permiten que cualquiera pueda comprar Bitcoins. Las Bitcoins se pueden almacenar o utilizar para comprar bienes físicos en un número de sitios de comercio electrónico como Dell, Microsoft o Expedia. El oro también se puede comprar a través de plataformas en línea que aceptan el pago en Bitcoin. Un número creciente de comerciantes están aceptando Bitcoin como modalidad de pago.

## Blockchain: la parte oculta del iceberg

El sistema de pago financiero actual, como se muestra en el siguiente gráfico requiere un tercero, como un banco o corredor para validar las transacciones, cobrando una tarifa alta por el servicio prestado.



Fuente: ETF Securities, Deloitte University Press

Blockchain, por el contrario, es un mercado peer-to-peer (socio-a-socio) sin control centralizado y un sistema de codificación que registra las operaciones desde la etapa de explotación minera hasta su propietario actual. Es como ser capaz de seguir un billete recién impreso por el banco central a la billetera de su actual propietario.



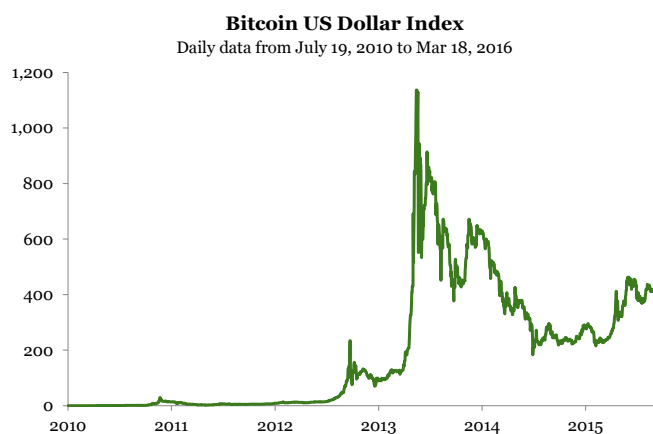
Fuente: ETF Securities, Deloitte University Press

Un bloque de transacción contiene un número de transacciones en la red Bitcoin que una vez confirmadas como válidas, se agrupan o generan aleatoriamente para formar un bloque que se añade a continuación a la Blockchain. El libro mayor distribuido está disponible y se guarda en múltiples copias en todo el mundo, lo que es muy difícil de destruir públicamente.

Las redes alternativas a Blockchain que utilizan el mismo proceso, que se llaman Altchains, ya están disponibles. Las aplicaciones alternativas a Bitcoin como Namecoin fueron derivadas de las Altchains. Por el momento, las Altchains y Blockchains no están conectadas, lo que previene que los propietarios de las Bitcoins no vayan desde una red a otra. Sin embargo, los puentes llamados cadenas laterales –Sidechains– están actualmente en desarrollo.

## ¿Se puede invertir en Bitcoin?

El Índice de Precios Bitcoin ofrece un promedio de precios de Bitcoin que son transados a través de los círculos de líderes de todo el mundo y está disponible al público diariamente.



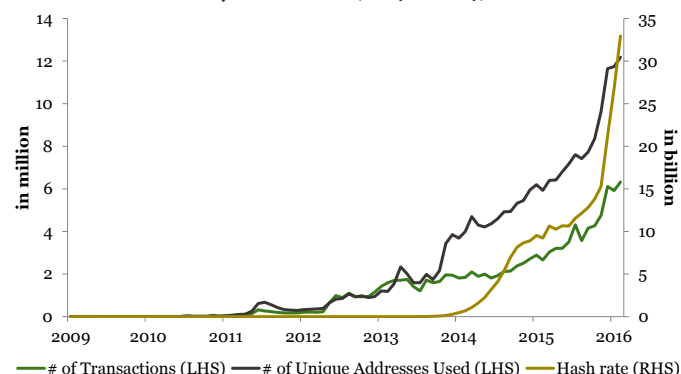
Fuente: ETF Securities, Bloomberg

En noviembre de 2013, el precio de la Bitcoin alcanzó su punto máximo al saltar en un mes de los \$206, a los \$1.137 después de que Baidu, el Google chino, permitiera a los clientes pagar con Bitcoins. Durante este mes, la BTC China, un centro de cambio de Bitcoin, estuvo a punto de convertirse en la mayor bolsa de comercio de Bitcoin en volumen tras la adquisición de la japonesa MT.Gox y la europea Bitstamp. El 5 de diciembre

de 2013, el Banco Popular de China prohibió el uso de Bitcoins por las instituciones financieras locales y el precio de la Bitcoin cayó poco después.

### Volumes are growing exponentially

Monthly data from Jan 01, 2009 to Feb 29, 2016



Fuente: ETF Securities, Blockchain.info

Si bien el número de direcciones únicas y la tasa criptográfica están creciendo exponencialmente, el número de transacciones por dirección única está disminuyendo ya que los precios de la Bitcoin comenzaron a caer a partir de diciembre de 2013. Es que los malos usos de la Bitcoin comenzaron con el lavado de dinero en 2013 y han impedido que se convierta en una moneda digital ampliamente utilizable y de confianza. No obstante, el volumen sigue creciendo.

## ¿Tiene futuro Blockchain?

Si bien Bitcoin sigue siendo controvertido, muchas instituciones financieras están investigando o ya están invirtiendo en Blockchain. Es que es muy probable que el sistema detrás de las Bitcoins, ahorre miles de millones de dólares en costes de operación, ya que reduce las ineficiencias en los mercados financieros existentes. Por ejemplo, se puede eliminar la necesidad de intermediarios y reducir los retrasos.

NASDAQ es el primer centro bursátil en todo el mundo en experimentar la Blockchain a través de su Nasdaq LINQ, una plataforma lanzada en diciembre de 2015 que registra la compra de empresas privadas ejecutadas. Más de 40 instituciones financieras están trabajando juntas en un consorcio liderado por R3, la compañía Fintech, para desarrollar un sistema de Blockchain colectivo con acceso garantizado que logre cumplir con las necesidades actuales del sistema. El Banco de Inglaterra también puso en marcha un concurso para la mejor idea de utilizar Blockchain.

Las aplicaciones de blockchain pueden ir más allá de la industria financiera, siendo e-Estonia la mejor ilustración de su potencial. Después de su independencia en 1991, Estonia ha pasado una fase de muchos años de modernización y tiene hoy en día las sociedades digitales más avanzadas del mundo, lo que proporciona la mejor base para poner a prueba un sistema basado en Blockchain. Lanzado en diciembre de 1997, la e-Residency de Estonia permite a sus ciudadanos tener acceso a más de 1.000 servicios gubernamentales en línea casi al instante. Tras el éxito de LINQ Nasdaq, Nasdaq está ahora



trabajando en un servicio de voto electrónico basado en Blockchain utilizando la plataforma de e-Residency de Estonia para permitir que los accionistas de las sociedades cotizadas en el Nasdaq OMX de la Bolsa de Tallin voten en las juntas de accionistas. También se ha anunciado recientemente que la tecnología se desplegará en los servicios médicos de Estonia para asegurar más de 1 millón de registros de salud de los pacientes. En Reino Unido, el Jefe Asesor Científico del Gobierno publicó recientemente un informe que insta al Gobierno a adoptar Blockchain para mejorar los servicios públicos en todo el país.

Por más que Bitcoin permanezca asociado al tráfico de drogas y al lavado de dinero, Blockchain está despegando. Es probable

que las empresas Fintech que desarrollan los sistemas basados en Blockchain, ya estén beneficiándose del auge de la demanda de esta tecnología. Sin embargo, hacer dinero fuera de él sigue siendo un reto. Todavía no se responde a las preguntas fundamentales sobre la seguridad de los datos, la capacidad del centro de datos y el impacto potencial sobre el medio ambiente. Los inversores todavía saben muy poco sobre ella y son muy pocas las empresas Fintech que cotizan. Mientras tanto, miles de millones ya han sido invertidos en Blockchain y aún hay queda mucho más para invertir.

## 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](mailto:info@etfsecurities.com)  
w [etfsecurities.com](http://etfsecurities.com)