

8 de junio de 2016

Análisis de materias primas de ETF Securities:

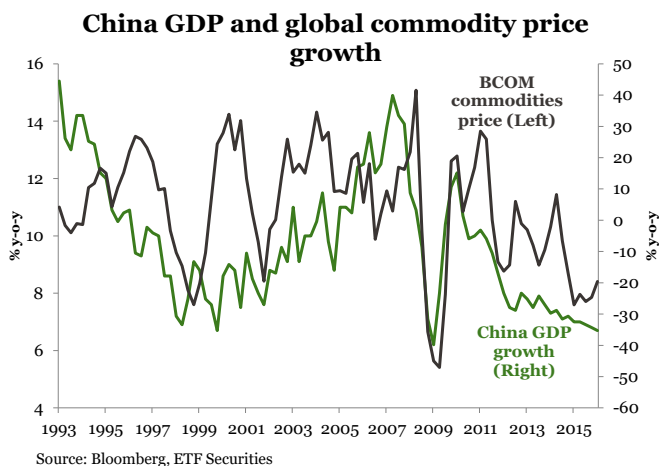
Materias primas: posible volatilidad ante la apertura de China de sus mercados financieros

Resumen

- China es el mayor consumidor y productor mundial de materias primas. No obstante, los centros financieros del Reino Unido y EE.UU son los responsables de establecer los precios internacionales en muchas materias primas.
- China busca ser un mayor intermediario e influencia en los precios internacionales de las materias primas. Sin embargo, el obstáculo clave que enfrenta son las restricciones de su tipo de cambio y los controles de capital.
- Si bien es difícil establecer en cuánto tiempo se concreta una reforma cambiaria y de mercados de capital, el levantamiento de estas restricciones podría generar una liquidación de posiciones de Carry Trade utilizadas como colateral. Esto generaría un nuevo factor de volatilidad en el sector.

China y la demanda de materias primas

El papel de China en la fase ascendente del súper ciclo de las materias primas sigue siendo indiscutible: el crecimiento económico intensivo en recursos, impulsado por la urbanización, la industrialización y un incremento del comercio mundial entre mediados de la década de 1990 y la crisis financiera en 2008, generó una mayor demanda de materias primas. Al no poder la oferta colmar los niveles de demanda, los precios del sector aumentaron considerablemente. Aunque sean más volátiles, los precios de las materias primas tienen una correlación bastante fuerte con la evolución del PIB de China.

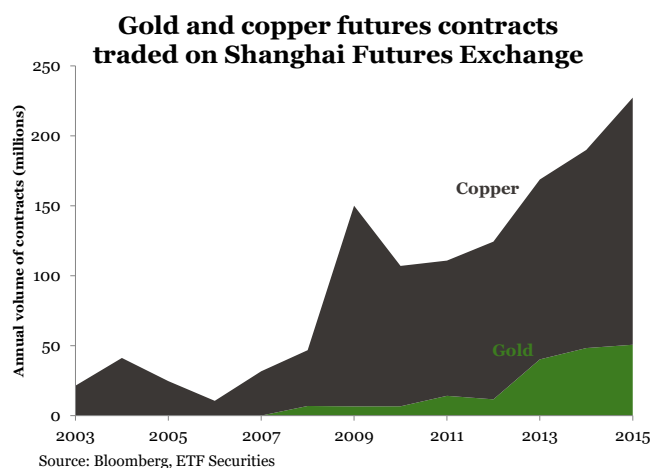


Los mercados de futuros de materias primas de China

Los mercados de futuros son una parte integral de la infraestructura de los mercados financieros internacionales, ya que ofrecen instrumentos de protección tanto a los compradores como a los productores de materias primas. Los operadores de cobertura (léase de instrumentos de protección) yacen típicamente en el lado corto de los mercados de futuros y por lo tanto, tienen que ofrecer primas de riesgo positivas para atraer a los especuladores en el lado largo.¹ Al reunir un gran número de inversores financieros sobre el lado largo, la financiación de las materias primas mitiga esta presión de cobertura y mejora la distribución de riesgos.

Aunque China es el mayor consumidor de materias primas, el desarrollo de un mercado de futuros sobre el sector sólo se llevó a cabo una vez iniciado el súper ciclo (donde muchas materias primas se han añadido en la fase descendente del ciclo). La Bolsa de Futuros de Shanghai (SHFE) comenzó el comercio de cobre y aluminio en 1999 y añadió el zinc en 2007, el oro en 2008 y el níquel en 2014.

El volumen de oro y cobre que cotiza en la SHFE ha ido en aumento, lo que destaca el desarrollo que ha ido teniendo el mercado de estos metales en China.



Las ambiciones mundiales requieren un cambio de la política cambiaria

China busca jugar un papel más importante en la intermediación de materias primas a nivel internacional. Si bien reconoce que es el mayor consumidor y productor de

muchas de ellas, la operativa financiera y de fijación de precios yace fuera de ella. Fang Xinghai, vicepresidente de la Comisión Reguladora de Valores de China, dijo lo siguiente en la conferencia anual de la SHFE en mayo de 2016: "Estamos frente a una oportunidad única para convertirnos en un centro mundial de precios de materias primas". Debido a las restricciones cambiarias, la negociación de las materias primas para los inversores extranjeros es en gran parte fuera de China. A pesar de ello, es un tema que China hace tiempo viene comprometiéndose a cambiar. Cualquier cambio en la política monetaria probablemente será un fuerte impulso para la expansión del mercado de futuros de materias primas de China.

Distorsiones en las materias primas chinas...

Los mercados de capitales cerrados y las restricciones cambiarias han dado lugar a algunas prácticas poco comunes en China. Los intereses en China son más altos que en muchos otros países (en especial los intereses de los mercados desarrollados, donde en algunos casos están por debajo de cero). Si los inversores chinos fueran capaces de pedir prestado en divisas extranjeras, podrían operar con *Carry Trade* y el arbitraje de los diferenciales de intereses (sujeto a movimientos de los mercados de cambio). Sin embargo, las restricciones de capital que impiden a los inversores nacionales y extranjeros el acceso a los préstamos denominados en moneda extranjera y a la gestión cambiaria, violan la tan conocida *covered interest rate parity*.

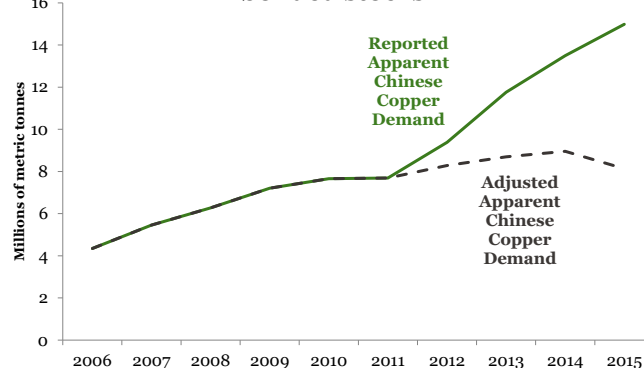
Sin embargo existe un vacío legal. Con el fin de que los fabricantes chinos sean más rentables, las autoridades les permiten utilizar como garantía de préstamo, los inventarios de las materias primas en fase de procesamiento, tales como el cobre, el estaño, o el aluminio (o incluso el inventario final). Un fabricante puede ir a un banco local y pedir prestado en dólares estadounidenses, euros o yenes, etc. a bajos tipos de interés utilizando las materias primas como garantía. Los fondos serán entregados al fabricante en yuanes y pueden ser depositados a altos intereses. El banco local verificará con el Banco Popular de China (PBoC) que la garantía efectivamente sea parte del inventario (es decir, se una) y el PBoC utilizará una entidad offshore para pedir prestados los fondos (que posteriormente transferirá al banco local). La práctica de este mecanismo podría estar inflando artificialmente la demanda de importaciones de materias primas en China.

El riesgo con la apertura de los mercados cambiarios, por tanto, es que deje de emplearse este *Carry Trade* y por tanto desbloquee una cantidad sustancial de las materias primas almacenadas para el uso industrial.

Se estima que en 2014 alrededor de 109.000 millones de dólares en préstamos en moneda extranjera en China estaban respaldados por la garantía de las materias primas, lo que equivale al 31% de los préstamos en moneda extranjera de China a corto plazo y el 14% de sus créditos totales en moneda extranjeraⁱⁱ. Asimismo en dicho año China importó 1700 millones de dólares en materias primas. El monto estimado de la financiación, por tanto, representa aproximadamente el 6% de las importaciones. En el peor de los casos, si todos esas materias primas se liquidaran (un escenario que no creemos que ocurrirá), podría haber un shock de oferta del 6%, lo que sería afectaría negativamente en los precios. Creemos que la liquidación de garantías de una magnitud más pequeña, generará una mayor volatilidad en los precios de las materias primas.

El cobre es probablemente el mayor riesgo. Cerca de la mitad de la demanda actual de cobre en China podría estar ligada a la operativa de *Carry Trade*.

China copper consumption inflated by bonded stocks



Source: Bloomberg, WBMS, ETF Securities

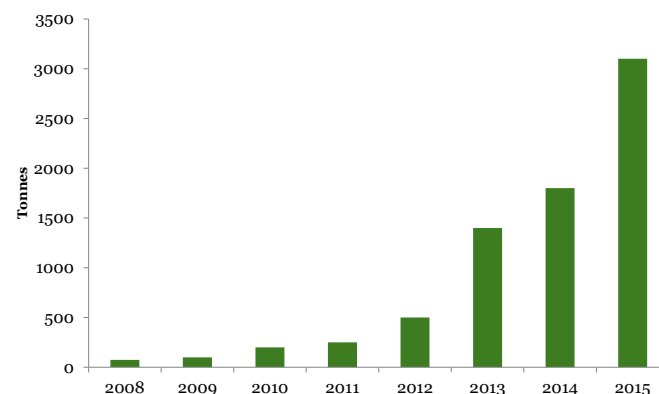
... incluyendo el oro

Algo similar sucede con el oro. El oro importado está siendo utilizado por las empresas y especuladores para los préstamos y las cartas de crédito, para hacerse de fondos a bajos costes. En este caso, una apertura financiera también podría generar una liquidación de posiciones.

En 1950, China había prohibido la tenencia de los lingotes y puso la industria del oro bajo el control estatal. Con la creación de la Bolsa de Oro de Shanghai (SGE) en 2002, la prohibición formal de lingotes de oro se eliminó en 2004. Tras adoptar esta relativamente nueva oportunidad de poseer oro, China ha superado a la India como el mayor consumidor monedas y lingotes de oro. A pesar de la afinidad cultural para comprar y almacenar oro, estos activos almacenados pueden cuantificarse en términos monetarios. Los préstamos de oro, es decir, la capacidad de los bancos para prestar en oro ha experimentado un rápido crecimiento. El oro también se puede utilizar como colateral para préstamos interbancarios, siempre y cuando se cumpla con los criterios de la SGE. Una vez más estos préstamos con garantía colateral podrían dejarse de emplear si mejora el acceso a los préstamos sin garantía.

Si bien esperamos que cualquier medida implementada hacia la apertura de los mercados cambiarios y de valores chinos sea gradual, los precios de las materias primas podrían entrar en una fase de volatilidad ante una liquidación de las posiciones de *Carry Trade* utilizadas como garantía colateral.

Gold leasing volumes in China



Source: World Gold Council, Shanghai Gold Exchange

ⁱ Keynes (1923), Hicks (1939), Hirshleiffer (1988)

ⁱⁱ “Las materias primas como instrumentos de garantía colateral” perteneciente al próximo Análisis de Estudios Financieros de Ke Tang (Tsingua University) y Haoxiang Zhu (MIT Sloan School of Management), abril de 2016

Important Information

General

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

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. 541



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