

ETFs Outlook



ETF Securities | The intelligent alternative | Diciembre de 2016

James Butterfill
Head of Research & Investment Strategy

Martin Arnold
Global FX & Commodity Strategist

Edith Southammakosane
Multi-Asset Strategist

Nitesh Shah
Commodities Strategist

Maxwell Gold
Director – Investment Strategy

Aneeka Gupta
Equity & Commodities Strategist

Morgane Delledonne
Fixed Income Strategist

La Big Picture

Materias primas: perspectivas para 2017. Página 2

El mercado de bonos busca nuevas fuentes de liquidez. Página 5

Perspectivas de divisas para 2017. Página 8

Implicancias de un “Brexit duro”. Página 11

Los emergentes presentan mejores perspectivas que los desarrollados. Página 14

Mirando donde nadie ve

El súper-ciclo de las materias primas es un mito. Página 17

Materias primas: “Comprar en enero, vender en mayo”. Página 20

¿Son las baterías de litio el próximo metal precioso?. Página 22

Cómo estar por encima de la inflación con los activos reales. Página 25

Movimientos de capital en ETPs –Separando la señal del ruido. Página 28

Invirtiendo bajo un escenario político volátil

La volatilidad en mercados financieros en 2017 continuará impulsada por los acontecimientos políticos alrededor mundo a medida que se pasa a un discurso de corte más populista. Ahora que las elecciones en EE.UU acabaron, es probable que el foco de los inversores pase a Europa, donde sus principales naciones entran en períodos electorales y los partidos populistas lideran o ascienden rápido en las encuestas. En términos económicos, esto se traduce en un incremento del gasto público y consecuentemente, de la inflación.

La recuperación económica mundial parece estar de nuevo con viento a favor, lo que lleva a pensar a que la Fed sigue con la idea de aumentar los intereses en diciembre próximo y a lo largo de 2017. Si bien el central americano se mantendrá cauteloso ante las inciertas perspectivas fiscales, esperamos que durante los próximos meses adopte un discurso más restrictivo. Consecuentemente, esto hace que contemplemos una continuación de la política de intereses reales negativos.

Hasta el momento, los inversores han estado satisfechos con la postura moderada y constructiva expresada por el presidente electo Donald Trump y la posibilidad de que su Administración impulse el crecimiento a través de una expansión del gasto fiscal. Igualmente, la sustentabilidad de la actual apreciación del dólar y la renta variable depende de la habilidad de Trump de formar un equipo de funcionarios creíbles que lo mantengan al margen de su carácter impulsivo.

En 2016 los “vigilantes” de divisas cambiaron el panorama del mercado FX al generar amplias fluctuaciones dentro de las divisas del G10 ante las perspectivas antagónicas de los inversores. En 2017 la volatilidad seguirá estando muy presente en los mercados de cambio y será exacerbada por las políticas actuales de los QE. El próximo año además, podrá pincharse la burbuja del mercado de bonos cuando comience a especularse con la posibilidad de una reducción de las políticas acomodaticias de los bancos centrales. De todos modos, es improbable que esto se dé en un modo distorsivo para los rendimientos, ya que la liquidez en el mercado de bonos no ha cambiado prácticamente a pesar del modo en que ha variado su generación.

Las materias primas se han apreciado en 2016 y deberían continuarlo haciendo en 2017, debido a que es probable que los activos rígidos se beneficien del plan de infraestructura de Trump. A pesar de que el consumo de materias primas depende de varios factores, es probable que siga alimentado por los emergentes, particularmente por China. Además de las perspectivas de un incremento de la demanda internacional de materias primas, el fuerte recorte de los gastos de capital mantendrá ajustados los niveles de oferta. Todo esto hace que de acá a unos años, todo el sector de materias primas mantenga unas perspectivas alentadoras.



Materias primas: perspectivas para 2017

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

Resumen

Cada materia prima se negocia en base a sus propios fundamentos.

Es probable que las perspectivas de un aumento de la inflación más rápido que el de los tipos de interés impulse el valor del oro y la plata.

Para el primer semestre, contemplamos que el crudo se negocie dentro un rango hasta que haya claros indicios de recorte de la producción.

La corrección de corto plazo de los metales industriales precede a una fase de mayor apreciación.

Es probable que el efecto de La Niña presione a los precios del sector agrícola.

Las materias primas se negocian bajo sus propios fundamentos

Si bien muchos ven a las materias primas como una sola clase de activos, en realidad cada una de ellas se negocia en base a sus propios fundamentos. Históricamente, entre sí han mantenido una correlación relativamente baja. En este informe analizaremos las perspectivas del sector en su conjunto y de los subsectores más importantes.

Matriz de correlación de las materias primas

	Metales preciosos	Energía	Metales industriales	Agricultura
Metales preciosos	1.00	0.23	0.38	0.29
Energía	0.23	1.00	0.34	0.24
Metales industriales	0.38	0.34	1.00	0.37
Agricultura	0.29	0.24	0.37	1.00

Fuente: Bloomberg, ETF Securities, al 31 de octubre de 2016
Correlación basada en los retornos mensuales de los sub-componentes del Bloomberg Commodity Index desde octubre de 1996 a octubre de 2016

Oro y plata: bajo presión a corto plazo, valorización a medio

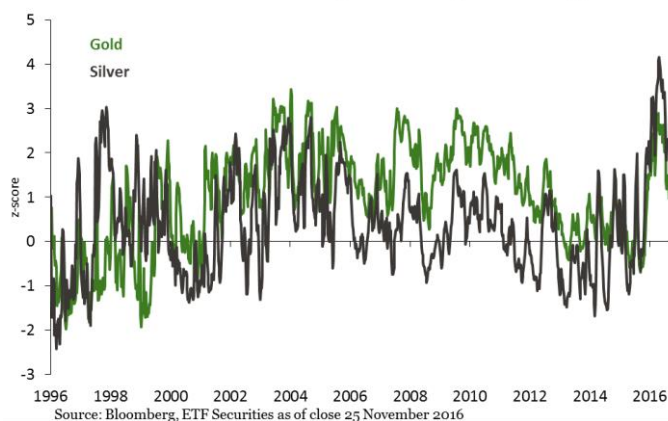
Creemos que la Reserva Federal aún tiene en mente aumentar los tipos de interés en diciembre. A pesar de que ha habido cierto nivel de incertidumbre política de cara a las elecciones presidenciales, es probable que las políticas pro-crecimiento de Trump tengan efectos inflacionarios. No obstante, creemos que la Fed permanecerá detrás de la curva y la inflación aumentará más rápido de lo que el central se tome para incrementar los intereses. Esto mantendrá a los intereses reales en niveles bajísimos.

De acuerdo al “gráfico de puntos” de la última reunión del FOMC, es probable que la Fed aumente los intereses solamente dos veces en 2017. El oro se beneficia de los tipos de interés reales negativos y creemos que su valor justo es de \$1440/oz (actualmente oscila los \$1190/oz).

Respecto a la plata, esperamos que se aprecie dada la fuerte correlación que mantiene con el oro. A diferencia del oro, que se negocia como una divisa, el precio de la plata también se ve influenciado por los niveles de demanda y oferta física. Para nosotros el valor justo de la plata se ubica en los \$23/oz (actualmente en \$17/oz) debido a la reducción de Capex que han realizado las mineras y la reciente recuperación del sector industrial.

A pesar de que el posicionamiento especulativo neto del oro y la plata se retrajo de los máximos de julio, aún sigue siendo elevado debido a que los inversores los utilizan para proteger el valor de sus carteras bajo un contexto de riesgos geopolíticos. En este sentido, en los primeros días de diciembre se llevará a cabo en Italia el referéndum constitucional mientras que el año que viene habrá elecciones presidenciales en Francia y parlamentarias en Alemania. En el Reino Unido mientras tanto, aún no se ha resuelto cuándo ni cómo será su salida de la UE. El crecimiento de las corrientes políticas populistas, atenta contra la estabilidad y por tanto los inversores cubrirán sus carteras de este riesgo.

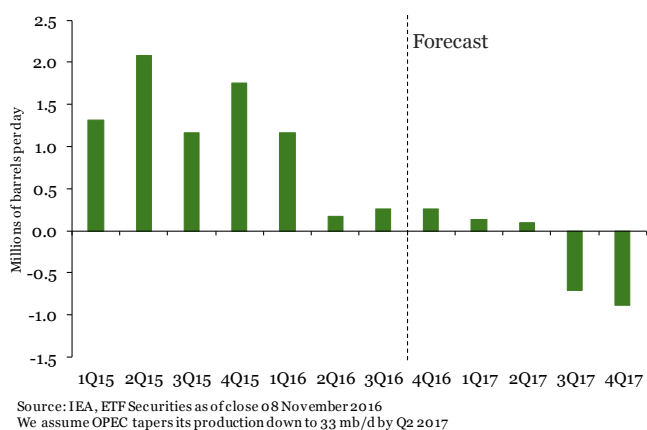
Gold and silver net speculative positioning



Mercado del crudo: en vías de equilibrarse

Hasta que haya claros indicios de un recorte de producción, el crudo seguirá negociándose dentro del rango de los \$40-55/bbl. Si bien el camino será sinuoso, el mercado del crudo va en vías de equilibrar sus niveles de oferta y demanda. Es que en 2017, se comenzará a sentir en la oferta la fuerte reducción del gasto operativo -\$1 billón- que ha habido en la industria del crudo y gas desde el comienzo de su desplome en noviembre de 2014.

Global oil balance



En septiembre de 2016, la OPEC también acordó reducir de nuevo la producción, de los 33.4 millones de barriles diarios, al rango de los 32.5-33 millones. Sin embargo, esto está condicionado a que también lo hagan los países no miembros del cártel, algo que por el momento y de acuerdo a las reuniones mantenidas entre ambos grupos, no parece probable. Es que grandes países productores no miembros como Rusia, Brasil y Kazajistán, están colocando toda una producción surgida de una inversión operativa realizada hace varios años atrás. Otro obstáculo es el hecho que muchos miembros del cártel continúan solicitando la exención de los recortes, obligando a pagar la factura a países como Arabia Saudita y otros miembros del Consejo de Cooperación del Golfo.

No obstante, si la OPEC logra sacar a adelante lo anterior en su reunión del 30 de noviembre y respetar la reducción acordada, el mercado del crudo podría equilibrarse tan pronto como en el primer trimestre del 2017. Igualmente, creemos que la OPEC

recién la reduciría durante el segundo trimestre de 2017, a 33 millones de barriles diarios, lo que hará que el mercado se requilibre recién durante el tercer trimestre de 2017.

En EE.UU mientras tanto, la producción seguirá variando de acuerdo a cómo evolucionen los precios. Dado que el precio mínimo de producción en la industria del shale oil es de cerca \$40/bbl, esperamos que la producción en EE.UU aumente, lo que acotaría a \$55/bbl el potencial alcista de los precios del crudo durante el primer semestre del año que viene.

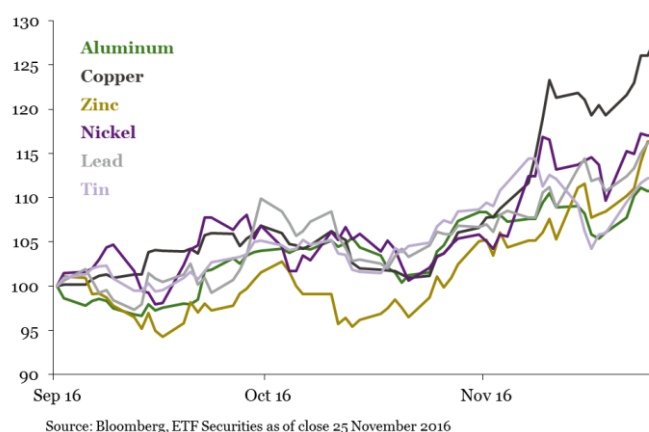
El presidente electo Trump promete fomentar la independencia energética, lo que implicaría un aumento de la producción en EE.UU. De todos modos, esto sería un objetivo a seis años y los cambios de política necesarios para incrementar la producción este año podrían no concretarse.

Para el segundo semestre de 2017 sí contemplamos reducciones sostenidas de la producción, lo que hará que esta entre en déficit y reduzca los niveles de inventarios elevados. Es en este momento cuando los precios del crudo probablemente superen la cota de los \$55/bbl.

Metales industriales: corrección antes de reanudar su avance

Los metales industriales vienen marcando una fuerte apreciación en lo que va de 2016 a medida que son más evidentes los déficits de oferta. Inclusive el cobre, cuyo desempeño no fue alentador durante el primer semestre del año, ha recuperado cabeza durante estas últimas semanas. Dado que mucho no ha cambiado en términos fundamentales para los metales industriales, creemos que parte de la subida ha estado relacionada a especulaciones sobre China, la cual a corto plazo podría entrar en corrección.

Industrial metal correction on horizon?



De cara al 19° Congreso Nacional del Partido Comunista de China a realizarse en Agosto de 2017, el gobierno chino buscará impartir estabilidad política. Esto podría dejar en standby su agenda reformas y una oferta excesiva de varios metales en dicho país.

En otras partes del mundo mientras tanto, es probable que los vientos populistas aumenten el gasto en infraestructura, lo que aumentaría la demanda de las materias primas industriales. En

el caso de EE.UU, por ejemplo, el presidente electo Donald Trump se ha comprometido a destinar \$1 billón en gasto de infraestructura (financiado a través de una combinación de exoneraciones fiscales y créditos al sector privado). Creemos que esto impulsará a los precios de los metales industriales después de que termine la corrección a corto plazo mencionada precedentemente.

Los metales preciosos también podrían verse impactados por otros riesgos políticos como, por ejemplo, la reciente amenaza del presidente filipino de prohibir la exportación de minerales. De todos modos, es probable que la relación del presidente Duterte con EE.UU mejore bajo una administración Trump. Es probable además que la nueva alineación política de Filipinas con China, mantenga los niveles de producción en orden, al menos para los grandes consumidores.

Es probable que La Niña genere mejores condiciones de crecimiento en la agricultura

Es probable que La Niña entre en efecto, lo que generaría temperaturas menos extremas durante el verano del hemisferio sur y reduciría el daño del calor sobre el café de Arábica, el maíz y la soja. Las recientes precipitaciones han producido un buen nivel de cafetos en Brasil y por tanto se espera que la cosecha de este año sea buena.

En América del Norte, un mayor nivel de nevado durante La Niña mejoraría el crecimiento del trigo.

En India, los niveles normales de precipitaciones han vuelto a llenar a los reservorios (tras el monzón fallido del año anterior). Esta mejora de las condiciones ayudará a atenuar el déficit de la producción de azúcar. En la UE, el aumento de la cuota de producción de azúcar para octubre de 2017 aumentará la oferta de remolacha en Europa y reducirá de demanda de caña de azúcar, lo cual incidirá sobre los precios.

El mercado de bonos busca nuevas fuentes de liquidez

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

Resumen

El trading de renta fija se adapta a una serie de factores estructurales y macroeconómicos surgidos de la crisis financiera, lo que cambia las fuentes de liquidez en el mercado de bonos.

Si bien los brokers siguen siendo los principales market-makers en los mercados de bonos, comienza a prevalecer más el trading electrónico y el trading de buy-side a buy-side.

Las variables de mercado indican que la liquidez en general no ha cambiado demasiado. Es que la leve merma de la liquidez, si es que disminuyó, se refleja en una leve disminución en el volumen de trading y no tanto en los precios.

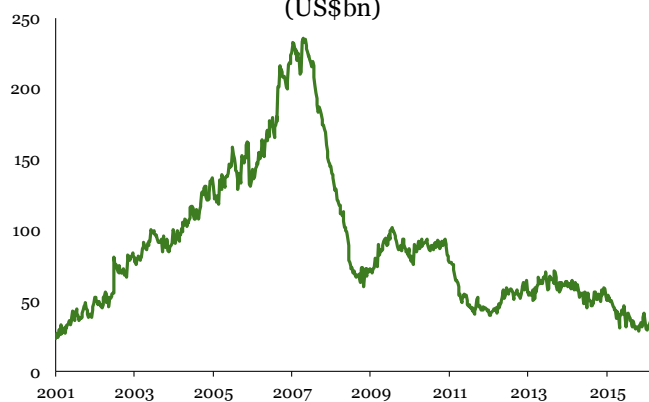
La liquidez del mercado se refiere a la capacidad de los inversores para intercambiar fácilmente activos por dinero en efectivo con un coste de transacción mínimo. Las consideraciones de liquidez sustentan todas las decisiones de inversión financiera, ya que los activos ilíquidos pueden restringir el trading en última instancia. Algunos participantes en el mercado han argumentado que la liquidez del mercado de bonos se ha deteriorado desde la crisis financiera, a menudo citando mayores requisitos de capital regulatorio como la causa principal. Esta evaluación parece haberse formado sobre la base de la experiencia de trading, en lugar de analizar los datos. Sin embargo, los estudios empíricos¹ no sugieren una disminución significativa en la liquidez del mercado de bonos. Sin embargo, una serie de factores estructurales y macroeconómicos en el contexto posterior a la crisis, pueden haber cambiado la naturaleza de la liquidez.

Cambios estructurales en el trading de la renta fija

El panorama del trading de renta fija ha cambiado significativamente desde la crisis financiera. Las condiciones

regulatorias más estrictas (Ley Dodd-Frank y los requisitos de capital y liquidez de Basilea III), junto con los cambios voluntarios en las prácticas de gestión de riesgos de los corredores, han realizado una reducción considerable y permanente de los inventarios de los corredores. Al mismo tiempo, los volúmenes de operaciones casi se han duplicado en su conjunto, lo que sugiere un desacoplamiento de la relación tradicional entre el inventario de los corredores y el volumen de operaciones de los mercados de bonos corporativos.

US Primary dealers corporate bonds inventory (US\$bn)



Source: Federal Reserve, ETF Securities as of close 26 October 2016

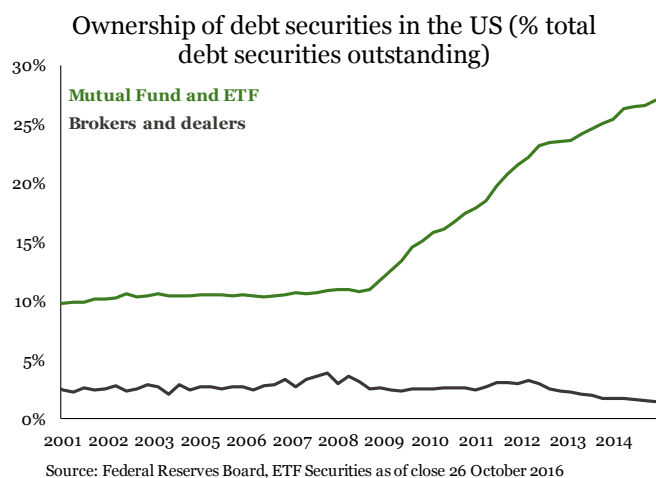
Además, el aumento del trading electrónico -que ahora representa el 22% del mercado de bonos corporativos de Estados Unidos, frente al 8% de 2013- ha comprimido los costes medios de operación y ha mejorado la transparencia del mercado. Mientras tanto, los inversores han informado de la necesidad de colocar las órdenes en tamaños más pequeños y ejecutarlas a través de múltiples contrapartes, lo que aumenta el coste total de las grandes transacciones. Esto podría explicarse en parte por el hecho de que los precios de mercado tienden a reaccionar fuerte y rápidamente a la información de los flujos de órdenes electrónicas, junto con el hecho de que muchos traders han sido reacios a almacenar grandes posiciones. Según el FINRA² de EE.UU., el porcentaje de operaciones que ocurren en tamaños de bloques (\$5 millones o más) en comparación con el volumen total de operaciones de bonos, se redujo de un 75% antes de la crisis, a un 60% en los últimos años. Si bien el volumen medio del trading es similar a los niveles previos a la crisis, ha disminuido algo en comparación con su nivel en 2007, momento en que curiosamente, la liquidez era abundante.

El buy-side como un proveedor de liquidez alternativo

¹ "Market Liquidity after the Financial Crisis" T. Adrian and *al.* FRBNY (October 2016); "Fixed income market Liquidity", BIS Papers (Enero 2016); encuesta de la International Organization of Securities Commissions (IOSCO) (Agosto 2016).

² La US Financial Industry Regulatory Authority.

El aumento de los activos bajo gestión de los grandes gestores de cartera en los años posteriores a la crisis ha llevado a la parte compradora a mantener cerca de un tercio de los valores de renta fija. El inventario de bonos de la parte compradora representa una importante fuente de liquidez que se utiliza como alternativa a los inventarios reducidos de los corredores.

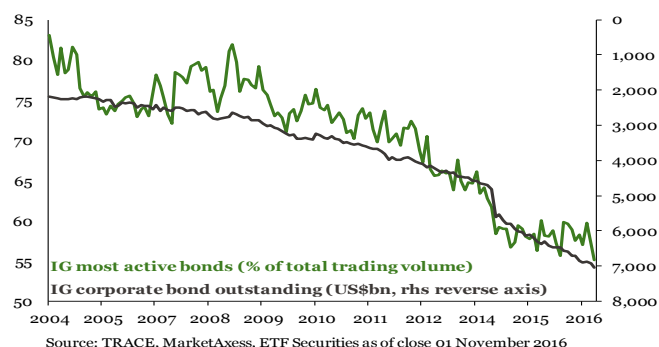


Si bien sólo los corredores autorizados pueden proporcionar cotizaciones en el mercado over-the-counter (OTC), en los mercados electrónicos no hay distinción en cuanto a los tipos de orden entre los corredores y los compradores. Como resultado, estos últimos pueden entrar en el mercado electrónico como corredores poniendo órdenes límite (de compra-venta). Además, las firmas buy-side no están limitadas por las regulaciones de capital y de liquidez y se benefician de los inventarios totalmente financiados por sus inversores, en contraposición con los balances de los corredores altamente apalancados. La firma MarketAxess ha informado de que aproximadamente el 50% la liquidez total que se proporciona a través de su plataforma de trading electrónico en 2016, ha venido de los clientes buy-side, lo que pone de relieve su rol creciente como proveedor de liquidez.

El fuerte mercado primario respalda la liquidez de los bonos

El contexto de bajos tipos de interés ha llevado a una fuerte emisión de bonos corporativos en los Estados Unidos, la cual ha aumentado dramáticamente el número de bonos disponibles en el mercado. Como resultado, el número de bonos negociados activamente cada mes ha aumentado en un 50% en los últimos cinco años. Esto ha llevado a una disminución de la concentración del trading.

TRACE Liquidity concentration



De acuerdo al Trade Reporting and Compliance Engine (TRACE)³, si bien los 1000 bonos de grado inversor (IG) más activos, solían ser el 80% del total de la actividad de trading en Estados Unidos en 2004, hoy sólo representan el 55%. Asimismo, los 1000 bonos de alto rendimiento (HY) más activos representaron el 95% del total de la actividad trading en Estados Unidos en 2004, mientras que hoy representan sólo el 60%. Esto significa que la liquidez se distribuye más uniformemente en los bonos corporativos de Estados Unidos que antes de la crisis.

El nuevo escenario de liquidez de los bonos

El concepto multidimensional de la liquidez del mercado y la naturaleza opaca de los mercados de bonos OTC, dificultan la observación y cuantificación. El siguiente cuadro sintetiza las pruebas derivadas de una serie de variables basadas en la liquidez de los mercados globales de bonos compilados por la encuesta de la Organización Internacional de la Comisión de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés)⁴ en agosto de 2016.

Measures of liquidity		
Metric	Definition	Evidence
Bid-Ask Spreads	The difference between the price at which dealers are willing to buy (bid) and the price at which they are willing to sell (ask).	Corporate bond bid-ask spreads have narrowed in the US and Europe since the crisis. In the US, the current levels of bid-ask spreads for IG and HY are even lower than pre-crisis levels.
Trading Volumes	The notional amount traded.	Aggregate corporate bond OTC trading volumes have either returned to their pre-crisis levels or exceed them. In the US, they have doubled since the crisis, rising from US\$4tn in 2008 to over US\$8tn in 2016.
Average Trade Size	The average size of single trades.	There is mixed evidence regarding a possible decline in average trade sizes.
Price Impact	How quickly prices revert back to earlier prices after a large trade.	Price impact has generally declined since the crisis and is now below pre-crisis levels, which would indicate improving liquidity.
Turnover Ratio	Total trading volume per year divided by total debt outstanding.	Turnover ratio slightly decreased or has been flat since the crisis because primary market growth has outpaced secondary market trading volume.

Source: IOSCO Survey as of August 2016, ETF Securities

³ Todos los corredores de bolsa de EE.UU. que estén registrados en la FINRA tienen la obligación de informar acerca de sus operaciones de bonos corporativos a TRACE.

⁴ Los miembros del Consejo de IOSCO Board son las autoridades reguladoras de valores de 33 países desarrollados y emergentes.

En general, la liquidez parece no haber cambiado demasiado. Los diferenciales de compra-venta en todos los mercados yacen casi cerca de sus niveles más bajos en más de una década, mientras que el volumen y la emisión están en máximos récord. Además, se observa un impacto sobre los precios cada vez menor de las grandes operaciones de trading después de la crisis, lo que indicaría una mejora de la liquidez. La leve variación de la liquidez, si la hay, se refleja en los volúmenes, lo que se aprecia debido a una modesta disminución en el tamaño medio de las operaciones, en lugar de los precios.

La evidencia sugiere que los mercados de renta fija generalmente han tenido éxito al adaptarse a las condiciones pos crisis. Si bien los corredores de bolsa siguen siendo los creadores de mercado predominantes, particularmente para los títulos menos líquidos, el comercio electrónico, así como el uso de inventarios buy-side como fuente de liquidez, son cada vez más frecuentes en el trading de bonos corporativos. Aunque esto puede haber cambiado la naturaleza de la liquidez, no hay evidencia clara de que la liquidez se haya deteriorado.

Perspectivas de divisas para 2017

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

Resumen

De cara a 2017, esperamos una depreciación de divisas refugio como el franco suizo y el yen debido al accionar de sus respectivos bancos centrales.

Nuestro mapa-termómetro, muestra que el GBP se fortalecerá frente al euro. Los inversores ya han descontado con creces los escenarios negativos sobre el GBP, el cual yace ahora cerca de alcanzar un punto de inflexión estructural.

El dólar superará el rango de negociación de los últimos dos años a medida que la Fed adopta una posición más decidida para aumentar los intereses en comparación a las estimaciones actuales.

La volatilidad en los mercados de divisas continuará elevada ante la continuación de los programas QE y la incertidumbre política.

Ganadores y perdedores

Ha sido un año cargado para los mercados de divisas en 2016, con los continuos esfuerzos de los bancos centrales para impulsar la economía mundial. Si bien todo esto ha mantenido elevados los niveles de volatilidad, ha habido claros ganadores y perdedores ya que de todos modos, la volatilidad cambiaria sigue siendo menor que en el resto de las clases de activo.

Por lejos, la libra esterlina ha sido la moneda del G10 con el peor desempeño de este año, cayendo a su nivel más bajo en treinta años. Si bien el referéndum de la UE la golpeó duro, los balances de las empresas se han visto reforzados temporalmente por su caída.

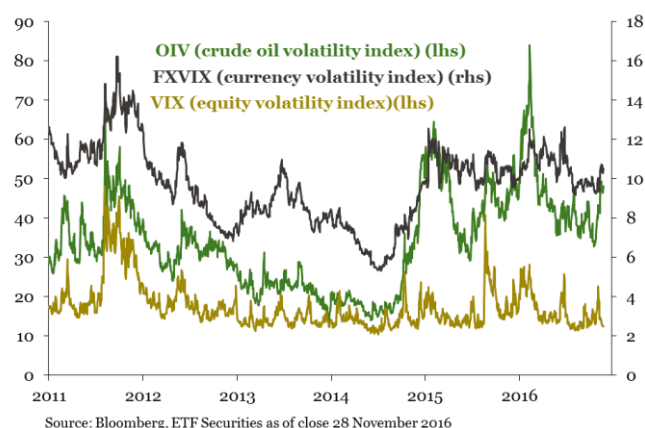
Las monedas cuyo valor está muy atado a la evolución de las materias primas, se han beneficiado del repunte de los precios de del sector, con la corona noruega y el dólar australiano a la cabeza.

Mientras tanto, la demanda de divisas refugio también ha sido un tema clave, ya que la incertidumbre política generada por las elecciones de EE.UU y el referéndum de la UE, impulsaron la demanda de yenes (JPY).

Hasta toda una parte del año, el JPY fue la divisa con mejor desempeño. Sin embargo como viene siendo notorio últimamente, ha vuelto a depreciarse ante la demanda de activos de riesgo y el consecuente desprendimiento de los activos refugio. Igualmente, la economía japonesa continúa estancada mientras las tendencias deflacionarias se han exacerbado a causa de la fortaleza de su tipo de cambio.

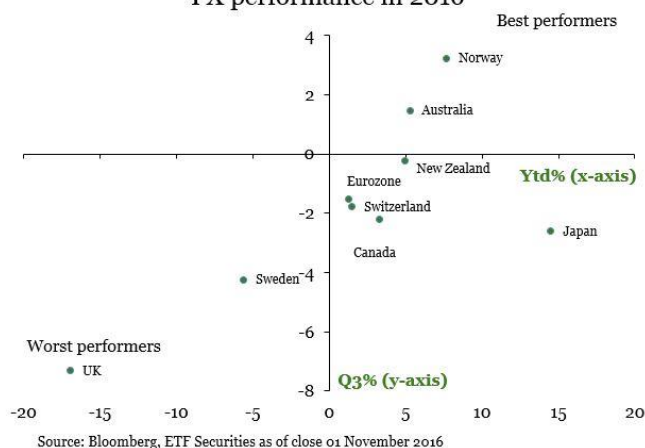
Es de esperar que la volatilidad cambiaria continúe siendo importante debido a la continuación de las políticas de QE y la incertidumbre política. En este sentido, los rumbos en divisas en 2017 seguirán dictados por las tendencias de política monetaria alrededor del mundo.

Volatility moderating



Esperamos que la Reserva Federal sea el único banco central que restrinja la política monetaria en 2017, ya que otros importantes bancos centrales, en particular el Banco de Japón y el BCE, continuarán flexibilizando de manera agresiva para generar una mayor presión inflacionaria.

FX performance in 2016



Mapa-termómetro

Para identificar las posibles tendencias en divisas en 2017, hemos diseñado un sistema de puntaje a través de las siguientes cuatro variables: MvC –momentum versus consenso-, Carry, Valoración y Posicionamiento.

MvC (Momentum versus consenso)

El MvC da una señal basada en el desempeño de un par de divisas durante el mes pasado frente a un escenario de un precio spot superior o inferior al precio medio de la encuesta de pronósticos de Bloomberg realizada para el final del trimestre siguiente. Una señal alcista se da si el rendimiento del precio fue positivo durante el mes pasado y el precio spot actual es menor que el del consenso. Del mismo modo, una señal bajista se logra si el rendimiento de los precios es negativo y la divisa mantiene una valoración superior a la del consenso. Todos los demás resultados se ven como neutros.

Heatmap	MvC	Carry	Valuation	Positioning	Total
EUR/USD	-1	-1	1	-1	-2
USD/JPY	0	-1	1	1	1
GBP/USD	0	-1	1	-1	-1
USD/CHF	-1	-1	-1	-1	-4
AUD/USD	-1	1	-1	1	0
EUR/GBP	0	-1	-1	-1	-3
USD Index	0	1	n/a	1	2

Fuente: Bloomberg, ETF Securities

Carry

El *carry trade* es la estrategia de trading utilizada para rentabilizar un diferencial de intereses entre dos divisas. De este modo, la demanda por la divisa destino/objetivo (la de mayor rendimiento) aumenta mientras la demanda por la divisa de financiamiento cae (la de menor rendimiento). Una señal alcista en esta estrategia se da cuando la divisa base en el cruce ofrece un rendimiento mayor. De modo contrario, si la divisa base es la de menor rendimiento, entonces se lo interpreta como una señal de venta.

Valoración

La señal de valoración se basa en la noción de Paridad de Poder de Compra (PPP) -la idea de que las monedas eventualmente igualan el costo de los bienes entre países-. Sobre la base de este concepto, se da una señal alcista si la moneda está infravalorada en comparación con su valoración PPP (según los índices del PPP de Bloomberg). Por el contrario, una señal bajista se da si el valor de la divisa está por encima de su valor PPP.

Posicionamiento

El indicador de posicionamiento examina las posiciones no comerciales del mercado de futuros a fin de determinar si los inversionistas son optimistas con respecto a las perspectivas de una divisa en particular. Una señal alcista se da si las posiciones

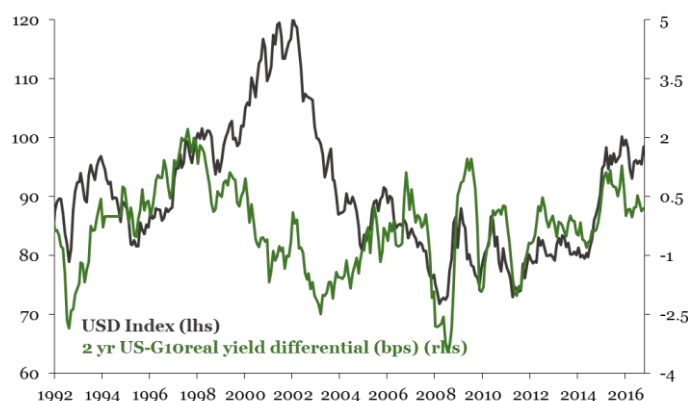
netas son más altas que el promedio de los últimos doce meses, y una señal bajista si es menor que la media.

Perspectivas para 2017

Del análisis del mapa-termómetro surgen tres conclusiones claves similares a nuestras perspectivas sobre el mercado de divisas:

- Es probable que los inversores reduzcan su exposición al refugio del franco suizo a medida que avizoran un panorama más estable en Europa para 2017;
- Es probable que la incertidumbre que ha rodeado al referéndum de la UE y depreciado fuertemente al GBP, se atenúe. Creemos que la libra esterlina está tocando suelo más allá de que la decisión de la Corte Suprema generará más volatilidad. No obstante, esperamos que la libra se beneficie en 2017. En el caso del euro, esperamos que se debilite a medida que el BCE continúa con sus políticas de estímulo monetario.
- Es probable que el USD continúe fortaleciéndose si la Reserva Fed decide combatir de manera más agresiva la inflación que está desarrollándose en su país.

USD rallies on wider rates



Source: Bloomberg, ETF Securities as of close 28 November 2016

En 2017, una nueva presión salarial podría generar una postura más restrictiva por parte de la Fed, lo que daría un nuevo impulso al dólar. El billete verde experimentó inicialmente una súbita caída después de conocerse el resultado de las elecciones, pero desde entonces se ha recuperado. Si bien la postura de la política de pro-crecimiento de Trump es positiva para la economía estadounidense, la inflación podría aumentar. La trayectoria de los tipos de interés es clave para el dólar. Si la Fed puede generar tasas reales en alza, entonces el dólar podría romper el techo de su rango. Sin embargo, si la Fed no concreta su retórica cada vez más restrictiva, entonces el potencial alcista del dólar sería acotado.

En otras partes del G10, pensamos que la fortaleza del yen se atenuará ya que el Banco de Japón y el Poder Ejecutivo buscan proporcionar un estímulo adicional para tratar de borrar el chip deflacionario de la mente de los hogares. El yen continuará depreciándose bajo una economía global cada vez más estable y a medida que los inversores nipones buscan desprenderse de los

bonos locales (que marcan un rendimiento negativo sobre la curva a 15 años) y aumentar la exposición a títulos con mejor rendimiento fuera de Japón. Lo que atentaría contra este escenario, es en caso que los partidos populistas crezcan bastante alrededor del mundo, sobre todo en Europa en 2017.

La incertidumbre que rodea el panorama político europeo podría hacer que el Banco Central Europeo continúe con sus políticas de flexibilización, lo que acotaría el potencial de apreciación del euro. Las recientes especulaciones sobre la reducción gradual del programa de compra de bonos del BCE se disolverían por arte de magia si la tendencia hacia los gobiernos populistas se expande por Europa en los próximos años. Para ello habrá que ver lo que sucede con las próximas elecciones en Alemania, Francia, Holanda e Italia, por nombrar unos pocos.

Implicancias de un “Brexit duro”

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

Resumen

Un “Brexit duro” no es nuestro principal escenario. Esperamos una solución más a mitad de camino similar al modelo de la AELC escogido por Suiza.

De cara a marzo de 2017, el escenario más probable es la apelación del Poder Ejecutivo del Reino Unido al fallo de la Suprema Corte sobre el derecho a ejecutar el artículo 50.

En los *Gilts*, esperamos que se acentúe la curva a medida que el presupuesto del Reino Unido lleva a los inversores a descontarlo nuevamente. Asimismo contemplamos que la subida de la renta variable del Reino Unido se atenúe a medida que la devaluación del GBP pierde su efecto.

Qué es lo que exige la UE

Son cuatro los fundamentos a los cuales los miembros de la UE se adhieren:

- La libre circulación de bienes;
- La libertad de circulación de los servicios;
- La libertad de circulación de capitales; y
- La libertad de circulación de las personas.

Las negociaciones que rodean la salida del Reino Unido generan una incertidumbre significativa. Una cosa parece cierta: el acceso al mercado único tendrá un coste.

En cuanto al comercio, un “Brexit duro” probablemente obligaría al Reino Unido a establecer una relación con la UE a través de la Organización Mundial del Comercio (OMC). El comercio entre el Reino Unido y la UE estaría sujeto a aranceles y otras barreras, los pagos presupuestarios de la UE cesarían y la inmigración sería frenada.

Unión aduanera versus libre comercio...

Una unión aduanera permite a los países (como Turquía, Andorra y San Marino) participar en la libre circulación de bienes con miembros de la UE. Sin embargo, estos países no tienen la libertad para negociar acuerdos comerciales con otros países no pertenecientes a la UE y están sujetos a los acuerdos comerciales de la UE con el resto del mundo. Un acuerdo de libre comercio puro sería más difícil y engorroso negociar (el acuerdo de Canadá tomó más de siete años). Sin embargo, tal acuerdo se aplicaría a los servicios (a diferencia de una unión aduanera) y el Reino Unido tendría libertad para negociar acuerdos con terceros.

...y el AELC y la CEE

En cambio, si bien el Acuerdo sobre la Comunidad Económica Europea (CEE) permite a tres de los cuatro miembros de la Asociación Europea de Libre Comercio (AELC) - Noruega, Islandia, Liechtenstein –acceder al mercado único de la UE, estos países deben aceptar las cuatro “libertades” de la UE (con ciertas excepciones como la política agrícola y pesquera), y debe contribuir financieramente al presupuesto de la UE. Todos los miembros de la AELC (incluida Suiza) tienen la capacidad de negociar acuerdos comerciales con otros países independientes de la UE. Suiza, sin embargo, no es parte en el CEE y tiene una serie de acuerdos bilaterales con la UE que abarcan el comercio y la libre circulación de personas y capital. No obstante, todos los miembros de la AELC contribuyen al presupuesto de la UE.

Un “Brexit duro” no es nuestro escenario base y esperamos una solución más a mitad de camino como la de los miembros de la AELC/CEE. No obstante, las negociaciones tomarán muchos años para definir la estructura final. Una cuestión interesante es si el Reino Unido seguirá siendo miembro del CEE después de salir de la UE.

La decisión de la Corte Suprema fue un golpe para los tiempos en los cuales el gobierno buscaba ejecutar el Artículo 50 en marzo de 2017. Es probable que una apelación en la Corte prolongue el proceso; la fijación de una fecha límite por parte del gobierno parecería ser el escenario más probable.

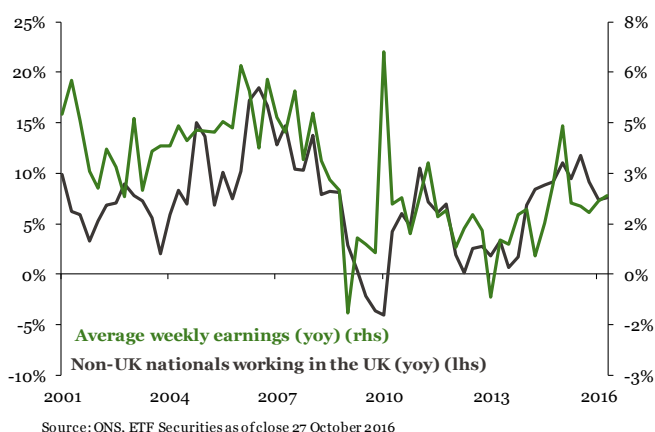
	Membresía de la UE	Membresía CEE & AELC (Noruega)	Membresía (Suiza)	Unión aduanera (Turquía)	Acuerdo de libre comercio (Canadá)	OMC
Libertad de movimientos de:						
Gente	✓	✓	✓	✗	✗	✗
Bienes	✓	✓	✓	✓	✓	✗
Servicios	✓	✓	✓	✗	✗	✗
Capital	✓	✓	✓	✗	✗	✗
Contribución al presupuesto de la UE	✓	✓	✗	✗	✗	✗
Negociación con terceros	✗	✓	✓	✗	✓	✓
Sujeto a/influencia sobre la legislación de la UE	✓/✓	✓/✗	✗/✗	✗/✗	✗/✗	✗/✗

Implicancias económicas

La libre circulación de personas y las contribuciones al presupuesto de la UE fueron determinantes para los votantes del Reino Unido al decidir abandonar la UE. Sin embargo, una implicación podría ser los salarios más bajos a medida que el volumen de trabajo disminuye bajo un escenario de "Brexit duro". Existe una fuerte relación entre los cambios en los salarios y los cambios en el número de ciudadanos no británicos que trabajan en el Reino Unido.

Con la incertidumbre sobre la estructura final de la UE, las empresas están en el mejor de los casos aplazando las decisiones importantes de inversión, lo que a su vez contribuye a una disminución permanente del crecimiento económico. No debería sorprendernos que la reducción de la demanda de mano de obra resulte de una caída de la actividad económica.

Non-UK workers lift wages



Un escenario de "Brexit duro" sería perjudicial para la economía del Reino Unido debido a que es altamente dependiente de los servicios financieros. El Tesoro del Reino Unido estima que su economía estaría un 3,4-4,3% del PIB mejor dentro de la UE en un período de 15 años. La modificación de las reglamentaciones relativas a los arreglos de acceso al sector financiero (pasaportes) haría que muchas empresas reduzcan sus operaciones en territorio británico.

Además, la incertidumbre sobre el panorama político de la UE será un elemento disuasorio adicional para la inversión de las empresas, ya que los partidos populistas están ganando terreno en Europa. Una política europea más insular podría ser perjudicial para el sector de los servicios financieros.

Implicancias presupuestarias

El Canciller se ha comprometido a financiar los pagos realizados por la UE a agricultores, científicos y universidades cuando el Reino Unido abandone la UE. Para 2014-15, el Tesoro estima que estos costes habrán sido del entorno de los £6.000 millones.

Aunque las previsiones de endeudamiento neto del sector público (PSNB, por sus siglas en inglés) han estado moviéndose generalmente en la dirección correcta, también han subestimado ampliamente la cantidad que el gobierno necesitaría tomar prestado. En marzo de 2016, la OBR estimó que el gobierno estaría retirando la deuda para 2019-20, un año más tarde de lo previsto en el presupuesto de marzo de 2015. De hecho, para septiembre, la reducción del PSNB de £2.300 millones fue mucho menos que el recorte de £20.500 millones requerido para cumplir con los pronósticos del presupuesto.

Implicancias de mercado

En el mercado de bonos, si bien esperamos un moderado empinamiento de la curva de los Gilts debido a que a corto plazo sigue anclada a los tipos de referencia, podría generarse un nuevo descuento de los intereses de largo plazo si los inversores vuelven a preocuparse por las perspectivas de nuevos obstáculos en el proceso presupuestario. Sin embargo, una ampliación del spread de Gilt-Bund debería apoyar a la libra esterlina a largo plazo, ya que se obtiene una mayor claridad sobre las repercusiones económicas. Por otra parte, sentimos que las malas noticias que rodean al "Brexit duro" ya han sido

descontadas.

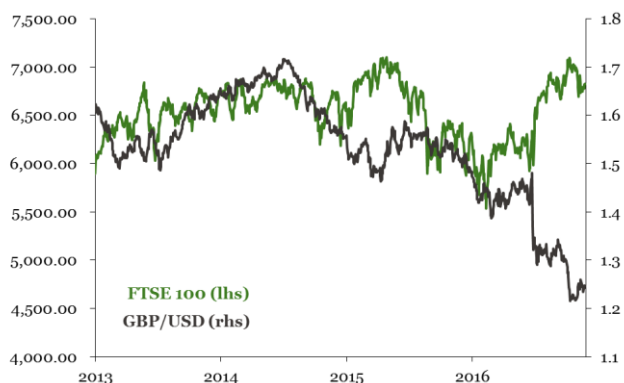
GBP overreacts to credit downgrade



Source: Bloomberg, ETF Securities as of close 28 November 2016

En renta variable se ha visto una divergencia aguda entre el rendimiento del FTSE100 y el FTSE250. El primero ha ganado más del 10% desde el resultado del referéndum de la UE, mientras que segundo ha ganado solamente un poco menos del 3% durante el mismo período. El FTSE100 obtiene cerca del 75% de sus ingresos en el extranjero, por lo que una caída en el GBP ha ayudado a impulsar los ingresos del exterior. A pesar de la divergencia, esperamos que la brecha pueda reducirse a lo largo de 2017 por dos razones. En primer lugar, al igual que la libra, el FTSE250 ha soportado una cantidad desproporcionada de noticias pesimistas respecto al "Brexit duro". En segundo lugar, a medida que la libra comienza a rebotar, especialmente frente al euro, esperamos que los beneficios de ingresos generados en el extranjero comiencen a revertirse, reduciendo la brecha entre estos dos índices de referencia.

FTSE100 benefits from weak GBP



Source: Bloomberg, ETF Securities as of close 28 November 2016

Los emergentes presentan mejores perspectivas que los desarrollados

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

Por Aneeka Gupta – Associate – Equity & Commodities Strategist | aneeka.gupta@etfsecurities.com

Resumen

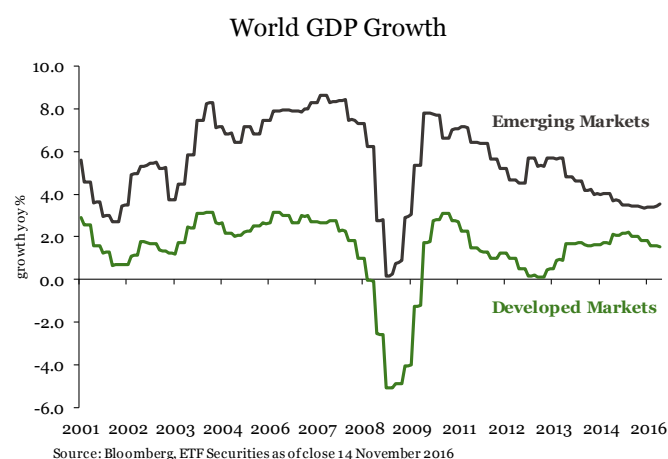
Ante la normalización de la política de la Fed, los mercados emergentes y sus activos presentan mejores perspectivas a medida que los mercados de materias primas se estabilizan por un aumento de la demanda mundial.

Las valoraciones de los activos emergentes son alentadoras debido a los diferenciales de intereses entre los títulos emergentes y los de los países desarrollados, los cuales yacen en máximos multi-anales. Las valoraciones de renta variable entre ambas regiones, mantienen una brecha del 28%.

Dentro de la renta variable emergente, los títulos de valor tienen mayor potencial de apreciación que los títulos de crecimiento.

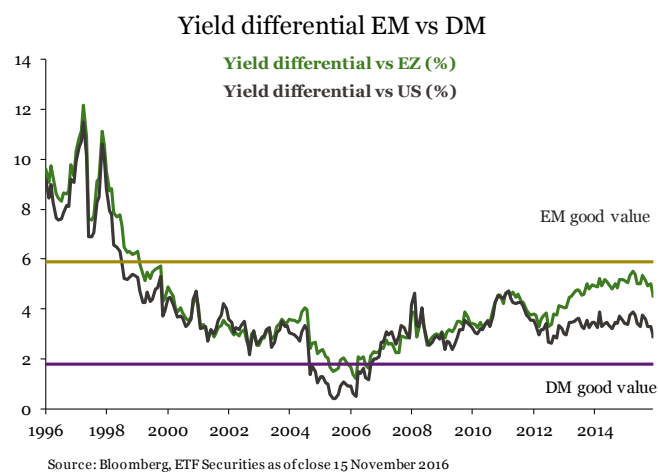
Los emergentes favorecidos por las perspectivas de crecimiento

La mejora de los fundamentos de los mercados emergentes (ME) y la estabilización de los precios de las materias primas, se ha debido a la recuperación económica que sus respectivos países han tenido. Si bien las exportaciones no han logrado el ímpetu deseado, la producción excesiva ha sido recogida por la demanda interna registrada claramente en la mejora de los índices de gestores de compra (PMI) de estos países. Además, en general los ME tienen saldos de cuenta corriente más fuertes y una menor dependencia de la deuda externa, lo que los hace menos vulnerables a los shocks externos que en el pasado. El Indicador Líder Compuesto de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), conocido por proporcionar indicios tempranos de puntos de inflexión en los ciclos económicos, ilustra claros signos de un cambio en China, Brasil, Rusia e India. La diferencia entre las tasas de crecimiento de los mercados emergentes y los desarrollados se ha ido ampliando, favoreciendo a los ME. Asimismo, el bajo nivel de endeudamiento en de los países emergentes (en una media del 45% del PIB frente al 85% en las economías desarrolladas), favorece su crecimiento a largo plazo.



Las valoraciones respaldan los títulos de deuda emergentes

El diferencial de rendimiento entre los títulos de deuda emergentes y los europeos es el mayor en varios años (más del 5%). Seguimos pensando que los países emergentes tienen una posición de crédito más fuerte de lo que se percibe comúnmente, lo que deja espacio para una mayor apreciación. Entendemos además que cualquier liquidación de posiciones representa una buena oportunidad para ingresar en la deuda emergente.



Por otra parte, creemos que la estabilización de los precios de las materias primas y el mayor crecimiento mundial beneficiarán a las monedas emergentes y, en última instancia, a la deuda emergente en moneda local, la cual representa el 85% de la deuda total emergente. Este año las divisas de América Latina y las grandes economías de los países exportadores de materias primas (Brasil, Sudáfrica y Rusia) han rendido mejor que las asiáticas, aunque no obstante, continúan sub-valoradas cuando se las ajusta por inflación. Esto hace que aún tengan potencial de apreciación.

Real Effective Exchange Rate Indices

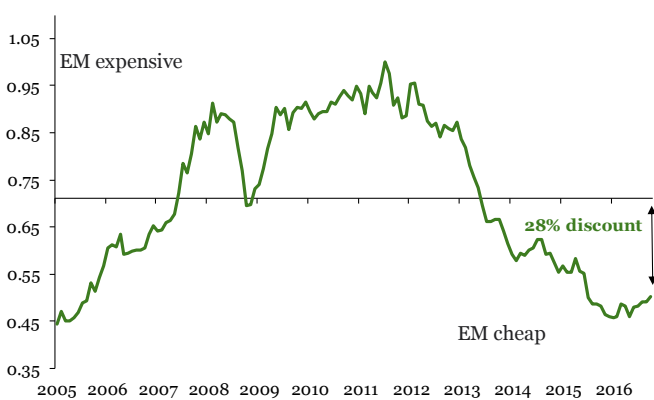


Source: Bloomberg, ETF Securities as of close 08 November 2016

Renta variable emergente: gangas en las valoraciones

La atracción gravitacional en los mercados de renta variable en 2016 ha estado en la dirección de los emergentes debido a los efectos combinados de la estabilización del dólar y los precios de las materias primas. A pesar de la subida que han tenido hasta el momento, la brecha de valoración entre las acciones emergentes y las de los mercados desarrollados, yace un 28% por debajo de la media a largo plazo, de acuerdo al coeficiente de Precio Cíclicamente Ajustado/Beneficios (CAPE, por sus siglas en inglés).

Emerging vs Developed market CAPE

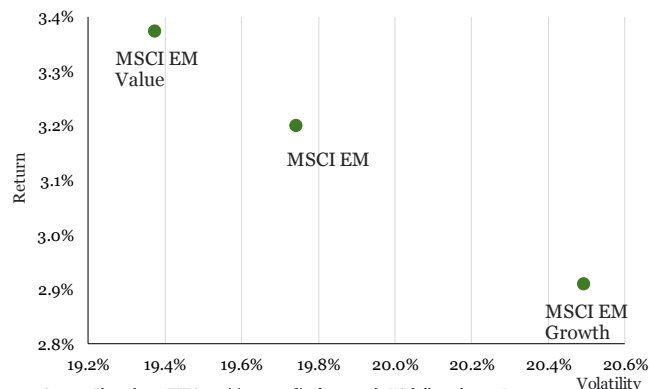


Source: Bloomberg, ETF Securities as of close 09 November 2016

La historia confirma que los títulos de valor emergentes han generado rendimientos anualizados consistentemente más

altos con una menor volatilidad en comparación con las principales acciones emergentes de crecimiento.

EM : Value vs Growth

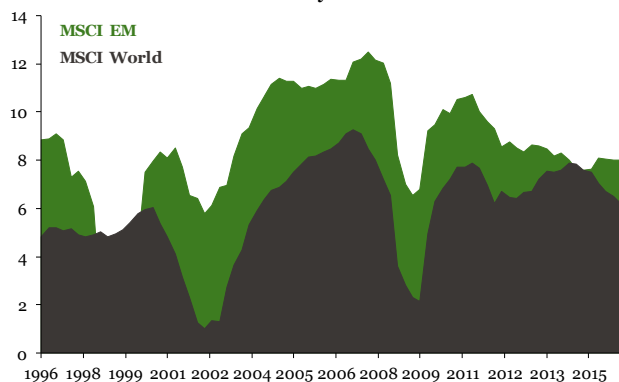


Source: Bloomberg, ETF Securities annualized returns in US dollars, from 1 January 2000 to 8 November 2016

Desde marzo de 2007, si bien los títulos de valor se han rezagado respecto a los títulos de crecimiento de los mercados bursátiles mundiales, la dicotomía ha sido más pronunciada en los mercados emergentes. Las valoraciones de las acciones de crecimiento emergentes han subido a niveles no vistos desde la crisis financiera de 2008 (21 veces en una base P/E). Mientras tanto, las acciones de valor han languidecido (12 veces en una base P/E), haciendo que la prima de valoración se ampliara significativamente. Los registros históricos destacan que esta extrema disparidad de valoración ha sido seguida por el mayor rendimiento a largo plazo de los títulos de valor que los de crecimiento.

La vulnerabilidad en los sectores orientados al valor como la energía, los servicios financieros y los materiales ha sido considerable. Esto se debe a una multitud de razones: de la disminución de las exportaciones de los países productores de materias primas, a las lentas tasas de crecimiento de los países industriales que son los principales consumidores de materias primas. En su momento, esto fue lo que justificó su caída de precios. Sin embargo, la estabilización de los precios de las materias primas, junto con una economía estadounidense más sólida, allana el camino para una nueva expansión a nivel mundial, lo cual genera un sesgo favorable hacia las acciones de valor.

Profitability: EM vs DM



Source: Bloomberg, ETF Securities as of close 10 November 2016

El ajuste de la Fed no amenaza a los activos emergentes

El impacto de un incremento de los intereses en EE.UU sobre los activos de EM, es extremadamente dependiente del momento, la trayectoria y las expectativas del mercado sobre los próximos movimientos de la Fed. Cualquier cambio imprevisto de la trayectoria de los tipos de interés podría resultar en una liquidación de posiciones. Creemos que en diciembre la Fed aumentará los tipos de referencia en 25 puntos básicos a medida que el empleo continúe creciendo y la inflación salarial gane impulso. Sin embargo, esperamos que el dólar se fortalezca sólo gradualmente a medida que el central los incrementa apoyándose sobre la base de unas mayores perspectivas de crecimiento. Estas últimas mejorarían a su vez las condiciones del comercio internacional, beneficiando como resultado a los activos emergentes. El riesgo para este punto de vista es que las amenazas de Trump de retirarse de los acuerdos comerciales, incluyendo el NAFTA, genera verdaderas restricciones a la importación. Sin embargo, los estatutos⁵ existentes sólo permiten al presidente restringir las importaciones si la seguridad nacional está en peligro, en caso de grandes déficit de la balanza de pagos o si hay evidencia de que un país extranjero está restringiendo injustamente el comercio de los Estados Unidos. En nuestra opinión, cualquier abuso de poder por parte del Presidente Trump podría inducir al Congreso a reducir las facultades delegadas al Presidente en relación con el comercio exterior, limitando los riesgos de una guerra comercial mundial.

Los mercados emergentes continuarán atados a cómo vaya evolucionando la economía mundial. A pesar de que la victoria presidencial de Trump plantea riesgos a la política exterior, especialmente para México y China, mantenemos nuestra visión positiva a largo plazo de los activos emergentes a la luz de la mejora de los fundamentos, la rentabilidad y las valoraciones convincentes.

⁵ Trade expansion Act (1962), Trade Act (1974), Trade with the Enemy Act (1917) and the International Emergency Economic Powers Act (1977).

El súper-ciclo de las materias primas es un mito

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

Resumen

Dado que el súper-ciclo de las materias primas es confuso, los inversores deberían enfocarse en los fundamentos, los cuales respaldan ampliamente sus precios.

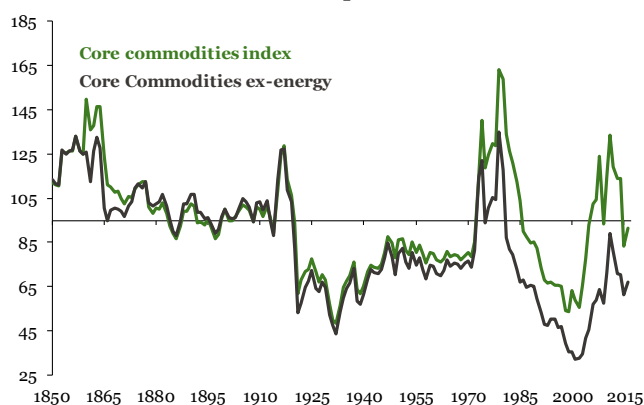
Es probable que la demanda aumente en los próximos años a medida que comienzan a sentirse los efectos de la reducción de la oferta.

Se espera que EE.UU y China continúen siendo los principales consumidores de materias primas.

El súper-ciclo es confuso

Si bien el enfoque clásico para entender las materias primas es mirar el "súper-ciclo", creemos que esto es una falacia y a cambio los inversores deben centrarse en los fundamentos que impulsan sus precios. En cuanto a los precios históricos de las materias primas se puede regresar de manera fiable hasta 1850, ya que antes de ello, el índice consistía principalmente en alimentos y por lo tanto, es engañoso en un contexto más amplio de precios de esta clase de activo.

Commodities prices (real)



Source: NBER, Simon Fraser University, ETF Securities as of close 31st October 2015

*Materias primas básicas: Carne, Cerdo, Carbón, Gas Natural, Aceite, Maíz, Trigo, Aluminio, Cobre, Acero, Zinc, Oro, Plata, Cacao, Café, Algodón, Caucho y Azúcar

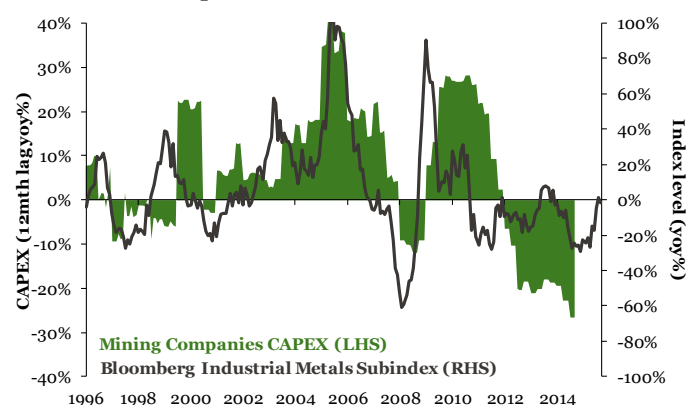
Desglosando el sector de las materias primas, gran parte de los últimos 30 años de aumento de precios se han debido a la energía y los metales preciosos. Con o sin estos subsectores, creemos que es muy difícil definir un súper-ciclo o de hecho, definir picos y valles específicos.

La mayoría de los descensos en las materias primas fueron precipitados por el conflicto: la guerra civil de los Estados Unidos, las dos Guerras Mundiales y más recientemente, la hiperinflación/Guerra Fría y la Gran Recesión. Si bien la mayoría de los aumentos de precios se han producido debido a los planes de gastos de varios países grandes, la amenaza de la guerra y los cambios de paradigma en la tecnología como la revolución industrial, también han tenido un impacto significativo en los precios. A partir de 1910 se produjo un retroceso estructural de los precios de las materias primas debido al rápido aumento de la mecanización y las enormes mejoras tecnológicas en los métodos de procesamiento de minerales. En los últimos años también hemos sido testigos de importantes avances tecnológicos en la industria del fracking, donde los costes marginales de producción del crudo han caído de los \$80/bbl hace dos años a alrededor de \$50/bbl.

Es por ello que las variaciones esporádicas de los precios de las materias primas tienen mucho más que ver con los fundamentos que con un ciclo definido. Los grandes derroches de capital por parte de los mineros pueden durar una década o unos pocos años, mientras que los conflictos pueden ser difíciles de predecir, por lo que es poco probable que un ciclo definido conduzca a una estrategia de inversión efectiva.

Respecto a los fundamentos, vemos evidencia de un ciclo en el gasto de capital (CAPEX) minero en relación con los precios, pero a escalas de tiempo variadas.

Top 100 Miners CAPEX Growth



Source: Bloomberg, ETF Securities as of close 11 November 2016

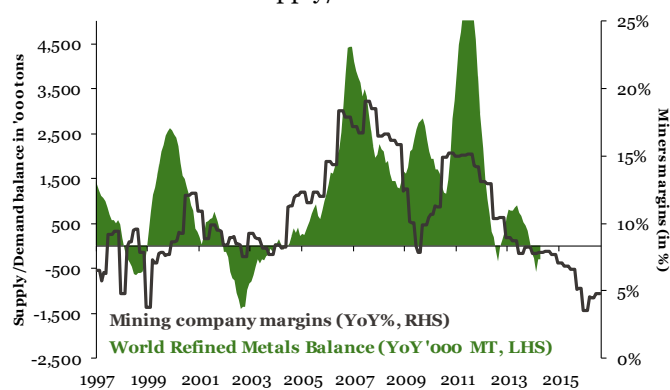
En respuesta a la creciente demanda de infraestructura de China, las mineras han realizado un gran derroche de CAPEX de 2000 a 2010, con un impasse causado por la crisis crediticia. Históricamente, los mineros han tendido a aumentar el CAPEX en respuesta a la subida de precios, con un rezago de un año.

Posteriormente, la caída en los precios de las materias primas que comenzó en 2010, provocó recortes significativos del CAPEX. Desde el pico cíclico del CAPEX a mediados de 2013, la caída ahora es solamente del 51% y sólo ahora comienza a notarse la reducción de la oferta; los metales industriales, cierran 2016 en déficit por primera vez desde 2005.

Es probable que se acentúe la reducción de la oferta

Los márgenes de los mineros se han recuperado del nivel más bajo registrado a mediados de 1998. Este margen históricamente bajo y los recortes agresivos en CAPEX, sugieren amenazas continuas a la rentabilidad y a la sustentabilidad de los niveles actuales de producción.

Miners Margins vs 2 year lead on Supply/Demand

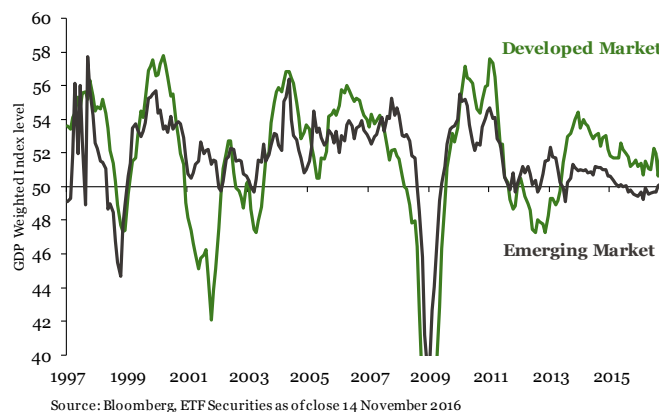


Los márgenes de los mineros tienden a generar un superávit/déficit de oferta en 2 años, lo que sugiere que la reciente caída en el déficit, la primera en 10 años, va a continuar.

Se espera que la demanda crezca modestamente

Creemos que los países desarrollados están atravesando una firme recuperación económica. Los datos actuales del Índice de Gerentes de Compras (PMI) están promediando un 52 expansivo, muy por encima del nivel de 47 que típicamente marca una recesión. El hecho de que hayamos observado un pico mucho más bajo en el actual ciclo de fabricación (típicamente, los PMI alcanzan el pico en 58 y en esta época sólo han alcanzado su punto máximo en 54), el crecimiento del PIB podría ser muy probablemente mucho más moderado que en los ciclos previos.

Purchasing Manager Indices (PMI)

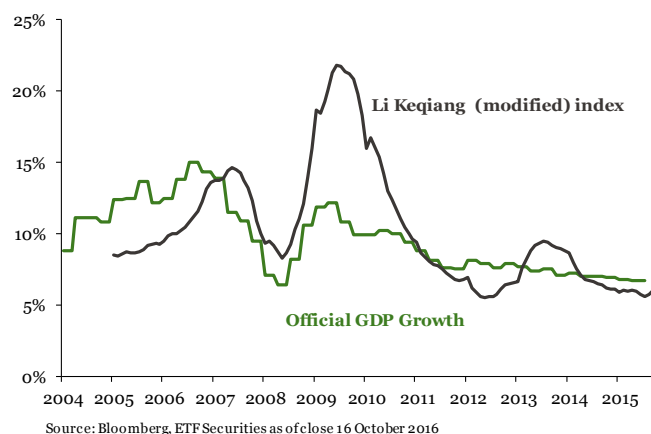


Junto con la política monetaria flexible, la caída de los costes de los insumos del mundo desarrollado en los últimos años a causa del declive de precios de las materias primas, genera otro impulso económico.

Creemos que China sigue comprometida con sus planes de infraestructura a largo plazo a pesar de las preocupaciones de estabilidad bancaria. El crecimiento de China es importante para las materias primas, ya que actualmente consume alrededor del 40% de la producción mundial de metales industriales.

Nosotros, como Li Keqiang (un funcionario del gobierno chino), somos escépticos sobre las cifras oficiales del PIB chino. Hemos creado un índice de crecimiento basado en las variables de crecimiento originales de Li Keqiang, las cuales son: el crecimiento de los préstamos bancarios, la producción de electricidad y el volumen de flete ferroviario.

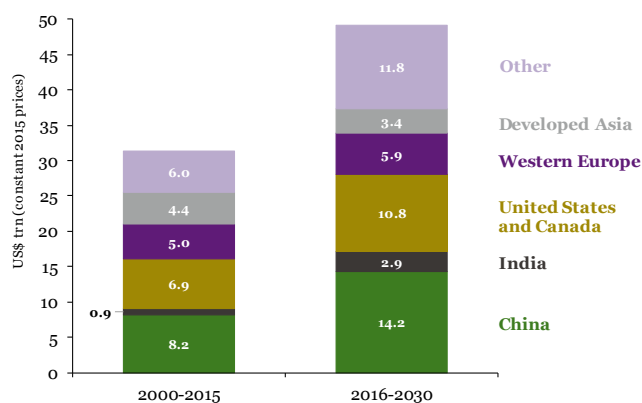
China GDP Growth (yoy %)



Consideramos que este índice se centraba demasiado en la vieja economía y por tanto lo hemos adaptado para incluir más componentes relacionados al sector de servicios de la economía: ventas al por menor, viajes aéreos, producción industrial y uso de Internet. Si bien esto pone de manifiesto que el crecimiento en China es inferior al estimado oficial del PIB en un 1%, parece estabilizarse entre el 5% y el 6%.

Entre 2008 y 2013, China gastó aproximadamente 8,8% del PIB en infraestructura económica. De acuerdo con el análisis del *McKinsey Global Institute*, China puede permitirse reducir la escala de su gasto a 5,5% del PIB entre 2016 y 2030, ya que apunta a un menor crecimiento económico. Sin embargo, esto significaría todavía que el país podría gastar \$950.000 millones al año, lo que supera los \$829.000 de 2013.

Infrastructure spending needs



Source: Bloomberg, ETF Securities as of close 14 November 2016

Creemos que el “súper-ciclo” de las materias primas no es una estrategia de inversión eficaz y por tanto, es mejor un enfoque basado en los fundamentos. Actualmente, los fundamentos destacan que el mundo se está moviendo hacia un período de reducción de la oferta, mientras que el crecimiento económico permanece intacto. Esto debería respaldar la evolución de los precios de las materias primas.

Materias primas: “Comprar en enero, vender en mayo”

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

Resumen

La mayoría de los análisis estacionales en renta variable y materias primas, no toleran un escrutinio estadístico.

Sin embargo, la implementación de una estrategia de compra en enero y venta en mayo tiene un mejor resultado que las estrategias de mantener las posiciones abiertas por un mes.

La estrategia de compra en enero y venta en mayo, genera buenos resultados en comparación al índice de referencia y confirma que no funciona para la renta variable.

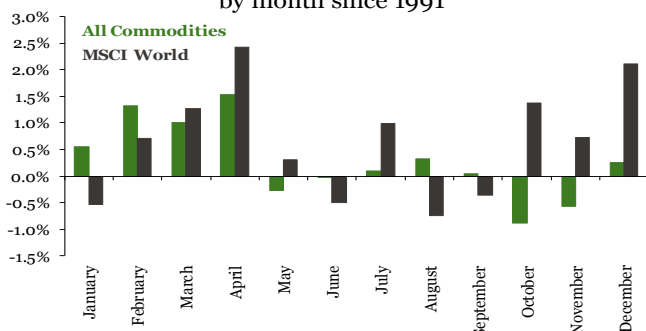
Las mayores probabilidades de éxito radican en las cestas completas de materias primas, el sector de agricultura y el de metales industriales.

Las materias primas demuestran tener cambios estacionales similares a los de renta variable

El refrán de "Vender en mayo y volver el día de San Ledgers" se basa en un efecto estacional bien conocido en el mercado de acciones. ¿Existen los mismos efectos estacionales en las materias primas? Y a nivel fundamental, ¿tienen sentido?

Históricamente, hay evidencia acerca las tendencias estacionales en las materias primas y la renta variable. El siguiente cuadro muestra el desempeño medio mensual de ambos mercados, lo que demuestra algunas similitudes en el comportamiento estacional. No obstante, el período agosto-noviembre tiende particularmente vulnerable para las materias primas.

Average total return in commodities & equities by month since 1991



Source: Bloomberg, ETF Securities as of close 03 November 2016

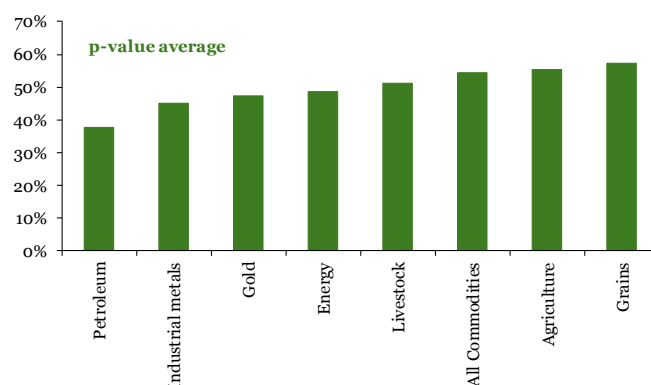
Investments may go up or down in value and you may lose some or all of the amount invested. Past performance does not guarantee future results.

Lo que se desprende del análisis, es que las materias primas tienden a apreciarse bastante entre enero y abril y a retroceder más entre octubre y noviembre.

¿Toleran los efectos estacionales un escrutinio estadístico?

Hemos realizado nuestro análisis estacional a través de un modelo de regresión para determinar la significación estadística del efecto. Creemos que los p-valores ofrecen la mejor manera de determinar la significación estadística. Los p-valores evalúan hasta qué punto los datos respaldan el argumento del abogado del diablo de que una cifra aleatoria sería igualmente válida (cuanto mayor sea el valor, mayor será la probabilidad de que esto sea así y por tanto, menos significativos los resultados). Cualquier valor inferior al 10% se considera de importancia estadística.

p-values across the commodities complex



Source: Bloomberg, ETF Securities as of close 03 November 2016

El análisis de regresión destaca un p-valor del 54% para las materias primas. Se concluye que los movimientos estacionales, por lo tanto, no son estadísticamente significativos. Aunque lo mismo puede decirse de la renta variable global, que tienen un mejor p-valor de 37%.

Sin embargo, algunas tendencias interesantes están emergiendo en importancia, mientras que los p-valores del período 1957-1991 fueron del 62%, descendiendo a 54% en los últimos veinte años y 52% en los últimos diez, lo que sugiere que, aunque todavía es débil, la relevancia estadística de los cambios estacionales está mejorando.

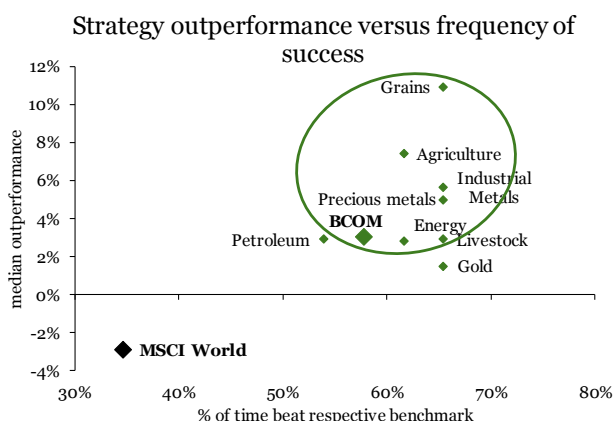
¿Por qué se dan los cambios estacionales en las materias primas?

Las materias primas tienden a marcar tendencias estacionales vinculadas a su oferta y demanda variables a lo largo del año. La energía es un ejemplo notable, donde la demanda máxima de gas es durante el invierno; en el crudo, hay una demanda de refinación más alta hasta finales del verano y cuando la temporada de viajes automovilísticos termina, la demanda disminuye. Esto explica por qué los p-valores de los metales industriales (cuya extracción requiere de mucha energía) y el crudo, son mucho más bajos que la media en un 38% y 45%, respectivamente.

La agricultura también se ve fuertemente afectada por las variaciones estacionales del clima y del ciclo de cultivo. Los productos agrícolas tienden a tener el mejor desempeño en los periodos de lluvia, ya que el volumen de precipitación puede usarse para medir la calidad y el volumen, lo cual es particularmente frecuente en el ciclo del cultivo.

La estrategia en una cartera

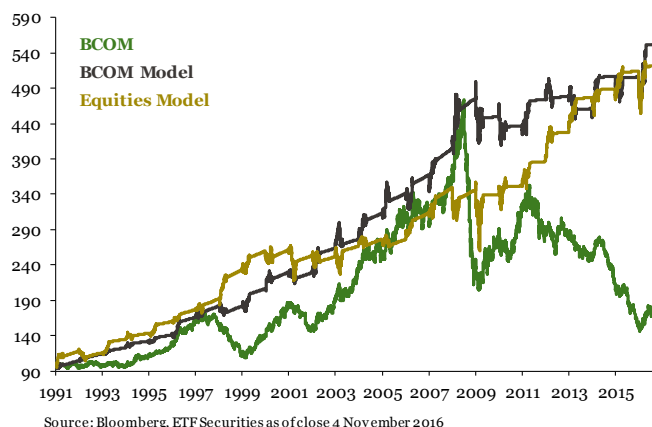
En última instancia, el análisis estacional tanto de la renta variable como de las materias primas, no resiste el escrutinio estadístico cuando se analiza en un solo mes. Sin embargo, sabemos que los efectos estacionales en las materias primas están bien establecidos durante todo el año. En este sentido hemos desarrollado una estrategia de trading simple comprando una cesta completa de materias primas a principios de enero y vendiéndola a finales de abril; posteriormente se retiene en efectivo durante el resto del año. Desde 1991, ha generado rendimientos anualizados del 6,8%, frente al 6,6% de la renta variable.



Based on Bloomberg Commodity and MSCI Total Return performance since 1991
Source: Bloomberg, ETF Securities as of close 04 November 2016

La estrategia aplicada a las materias primas ha superado a su índice de referencia mucho más veces que una estrategia similar aplicada a los títulos de renta variable, generando un 60% de operaciones con beneficios frente al 35% en las acciones. Esto confirma que si bien la clásica estrategia estacional para la renta variable versus su índice de referencia no funciona, es muy beneficiosa para las materias primas.

Performance of seasonality portfolios



La aplicación de esta estrategia en nuestra cartera, también ha producido rendimientos convincentes en relación con el índice BCOM después de haberla ajustado la volatilidad. Se reduce significativamente la volatilidad y mejora los rendimientos con una relación de Sharpe de 0.32.

	BCOM	BCOM Seasonal strategy	MSCI World seasonal strategy
Volatility	14.8%	8.5%	8.1%
Annual returns	2.1%	6.8%	6.6%
Max drawdown	-69.0%	-18.2%	-27.2%
Max recovery (years)	6.0	2.2	2.1
Beta	-	0.33	0.08
Sharpe ratio	-0.13	0.32	0.31
Information ratio	-	0.39	-0.03

*Based on monthly data in USD from Jan 1991 to Oct 2016. Volatility and returns are annualised. Max drawdown defines as the maximum loss from a peak to a trough based on a portfolio past performance. Max recovery is the length of time in number of years to recover from the trough to previous peak. Risk free rate equals to 3.4% (a simulated combination of the IMF UK Deposit Rate and the Libor 1 Yr cash yield). Source: ETF Securities, Bloomberg

Al desmenuzar la cesta por subíndices, se aprecia una gran disparidad en el desempeño estacional de la estrategia. El oro parece inmune a los efectos estacionales y su estrategia estacional no ofrece un rendimiento superior significativo. En el crudo sin embargo, la estrategia no funciona bien debido a que es muy volátil.

En la aplicación de la estrategia sobre las materias primas, se observan rendimientos positivos con una probabilidad mucho mayor de éxito en el sector de agricultura, especialmente en los granos.

Resumen

Si bien la implementación mensual de la estrategia carece de significación estadística, gana mucha relevancia cuando se toma un año completo, generando una consistencia sorpresiva en los resultados, sobre todo en comparación a las acciones. Si bien el análisis de la cartera es "dentro de la muestra" hay movimientos estacionales bien establecidos en las materias primas que son difíciles de romper, lo que sugiere que en los próximos años es probable que observemos patrones similares.

¿Son las baterías de litio el próximo metal precioso?

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

Resumen

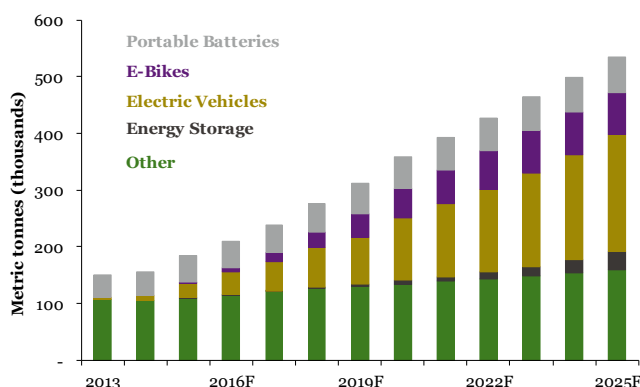
Si bien el uso creciente de las baterías debería estimular aún más la demanda de litio, los recursos mundiales permanecen en abundancia, lo que puede acotar el potencial de apreciación del litio.

Por más que la demanda de baterías de litio de los vehículos eléctricos (VE) debería aumentar a medida que su coste disminuya, los bajos precios de la energía y los proyectos de construcción pendientes pueden desacelerar a corto plazo su adopción a gran escala.

Las mejoras tecnológicas en las baterías continuarán incrementando la demanda de litio

El auge de los smartphones y los planes globales para gigafábricas y baterías - en particular de iones de litio (Li-ion) - han captado una creciente atención por parte de los inversores en 2016. Es probable que la demanda de litio continúe siendo fuerte dadas las aplicaciones potenciales y la adopción en muchas industrias como la electrónica, la de almacenamiento de energía y transporte. Pero más allá de esto, las perspectivas del litio como inversión, siguen siendo inciertas.

Lithium demand by sector



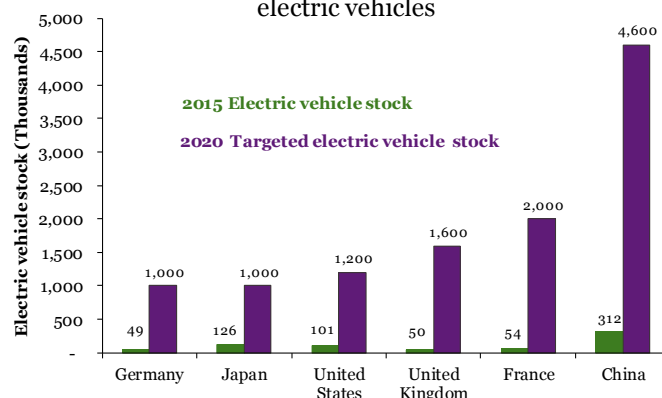
Source: Deutsche Bank, ETF Securities as of close 10 November 2016

Los vehículos eléctricos continuarán impulsando la demanda a largo plazo

Las propiedades químicas del litio lo convierten en uno de los metales más apropiados para su uso en baterías pequeñas y portátiles. Desde que la primera batería de iones de litio se desarrolló en 1991, se ha convertido en sinónimo de la electrónica portátil, dando lugar a los ordenadores portátiles, los smartphones y tabletas. Sin embargo, la industria que tiene el crecimiento más prometedor en baterías del Li-ion, es la de los vehículos eléctricos a batería (VEB).

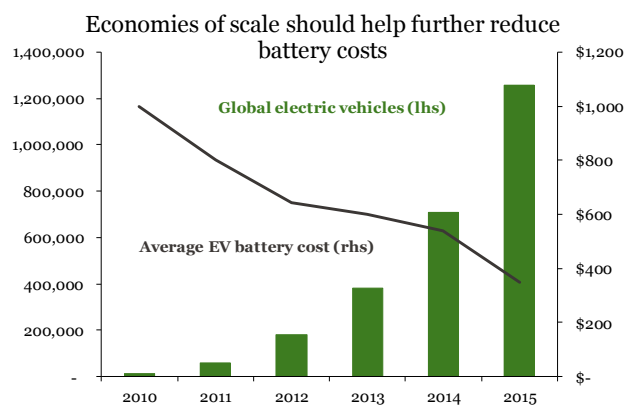
Según la Agencia Internacional de Energía (AIE), las nuevas matriculaciones de VEBs y vehículos híbridos a enchufe, aumentaron un 70% entre 2014 y 2015, con más de 550.000 unidades vendidas alrededor del mundo. En los próximos años, el total de vehículos eléctricos en el mundo podría aumentar en un 60% anual, liderado por las principales economías como China, Francia, el Reino Unido y EE.UU. Todos estos países se han comprometido a tener más de 1 millón de vehículos electrónicos en la carretera para 2020.

Major economies have committed to growing electric vehicles



Source: International Energy Agency (IEA), ETF Securities as of close 10 November

Se espera que las ventas de los VEB se aceleren a medida que disminuyan los costes de la batería (lo que constituye el mayor coste). Entre 2010 y 2015 el precio medio de los paquetes de baterías de Li-ion para VEC cayó un 65%, de los \$1000/kWh a \$350/kWh. Un mayor volumen de producción debería crear economías de escala reduciendo así los gastos generales, que representan aproximadamente un tercio de los costes de las baterías de iones de litio.



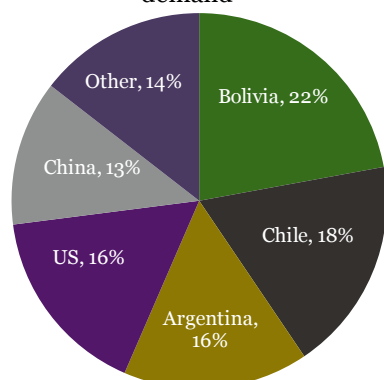
Ciertos fabricantes de automóviles han estimado los costes actuales de la batería por debajo de los \$150/kWh en ciertos modelos, lo cual se acerca al límite crítico de los \$100/kWh. Esto hace que los costes de los vehículos eléctricos estén a la par con los vehículos de motores a combustión. Además, las mejoras tecnológicas adicionales en la densidad de la energía Li-ion deben ayudar a ampliar la adopción y la viabilidad de los vehículos eléctricos en todo el mundo a más largo plazo.

Si bien la oferta es escasa, dista bastante de escasear por completo

A diferencia de los metales preciosos o incluso otros metales industriales, el litio no es escaso. Se calcula que la oferta mundial de litio supera los 40 millones de toneladas métricas, mientras que las reservas económicamente viables se estiman en 14 millones a partir de 2015.

La mayor parte de la reserva mundial de litio (aproximadamente el 57% de los recursos mundiales) se encuentra en el "Triángulo del Litio" de Chile, Bolivia y Argentina. La mayor parte de la producción en esa área consiste en operaciones de salmuera de litio, el método económicamente más viable de extraer litio debido a los bajos costes de refinación y alta pureza.

Global lithium resources could meet growing demand



El problema del litio se encuentra actualmente en los niveles de producción que requerirán más inversiones de las empresas mineras y de refinación para mantenerse al día con la creciente

demanda. Deutsche Bank estimó que la demanda anual de 2015 sería de 184.000 toneladas con un déficit de oferta de aproximadamente 13.000. Esto se ha reflejado en el precio del equivalente del carbonato de litio en China, que ha registrado saltos superiores al 300% en los últimos trimestres.

A pesar de la escasez de corto plazo, un aumento repentino de la producción impulsado por las subidas de precios y la demanda anticipada, podría generar un exceso de oferta debido a la abundancia natural de litio.

Mirando más allá del empleo y la captación de energías renovables de las baterías de litio

Si bien las baterías de Li-ion son prácticas cuando el peso es un problema, las baterías más potentes que utilizan diferentes elementos podrían servir como una solución para el almacenamiento de energía a escalas más grandes.

Ante el enfoque mundial sobre el cambio climático y las normas de emisión, continúa aumentando el uso y adopción de las fuentes de energía renovables como la solar y eólica a medida que sus precios disminuyen en términos comparativos. Una limitación clave de estas fuentes de energía, sin embargo, es el almacenamiento de energía que puede ser compensado por mayores desarrollos en la tecnología de baterías.

La aplicación de la tecnología de batería a una escala más amplia para el almacenamiento de energía e infraestructura, puede dar lugar a nuevas tecnologías a futuro. Mientras que el Li-ion lidera actualmente el sector, las nuevas innovaciones en que se usan las baterías Magnesium-ion, Sodium-ion y Lithium-Sulphur, tienen potencial para competir especialmente en la densidad de energía y el coste básico.

Continúan los desafíos a corto plazo

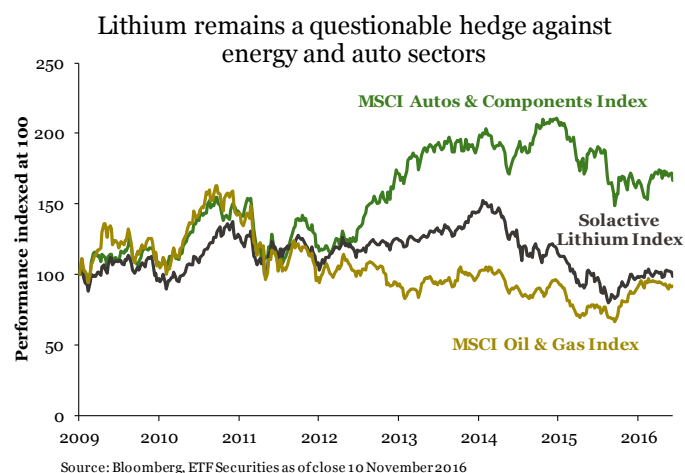
El litio tiene muchas promesas, pero desde una perspectiva de inversión, todavía puede tener retos a corto plazo que superar. Si bien los vehículos eléctricos están ligados al crecimiento de las baterías de iones de litio, todavía conforman un pequeño tamaño del mercado global de automóviles, habiendo captado sólo el 0,1% de las ventas el año pasado. Parte del proceso de adopción también dependerá de la infraestructura construida para apoyar a los vehículos eléctricos en la carretera como las estaciones de carga y los tiempos de carga mejorados y también de cómo vaya cambiando la economía de combustibles.

Además, los bajos precios actuales del crudo y las tecnologías competidoras, como las pilas de combustible de hidrógeno, frenarán aún más la adopción generalizada de vehículos eléctricos sobre los motores de combustión.

Una trayectoria probable a corto plazo puede ver una transición de los motores de combustión a los vehículos eléctricos mediante la utilización ulterior de los vehículos eléctricos

híbridos. Un período de transición como este puede dar lugar a una infraestructura de mayor escala construida para respaldar a los vehículos eléctricos puros a corto plazo, lo que afectaría al litio.

Otra limitación clave de la inversión es la accesibilidad. Dado que no hay contratos de futuros sobre litio, los inversores se ven obligados a invertir indirectamente a través de compañías que minan, refinan o fabrican productos de litio. Esto verdaderamente les es un obstáculo, ya que no podrían hacer operaciones de cobertura de manera sencilla como lo hacen contra el crudo, el gas, el sector de la energía y las industrias relacionadas.



Perspectivas: gran tema, inversión naciente

La tecnología de batería es un tema importante que seguirá teniendo implicancias de gran alcance para la economía mundial. A medida que los costes de las baterías continúen cayendo y las tecnologías mejoran, surgirán más innovaciones y oportunidades.

Si bien es probable que la demanda de litio aumente, su éxito como inversión no está asegurado. Para muchos inversores puede estar en sus primerísimas etapas, debido a su gran oferta natural, la lenta adopción de vehículos eléctricos en relación con el stock global de vehículos a combustible y las innovaciones potenciales en la tecnología de baterías a corto plazo.

Cómo estar por encima de la inflación con los activos reales

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

Resumen

Los activos reales, como las materias primas, los bienes raíces o las infraestructuras, tienden a marcar un buen desempeño bajo un contexto de inflación creciente y tipos de interés bajos, lo cual socava los beneficios de una cartera tradicional.

Nuestra cartera de activos reales superó en una media de 1,2% al desempeño de los índices de referencia sobre renta variable y bonos, superando también la inflación.

Un asignación del 20% en activos reales en una cartera de acciones y bonos, aumentó la relación de Sharpe de 0.23 a 0.29 para la cartera tradicional.

En los últimos años, la evolución de los mercados financieros ha sido impulsada en gran parte por la incertidumbre política y las políticas monetarias de los bancos centrales.

Los shocks políticos como el referéndum de la UE o las elecciones estadounidenses, plantean graves amenazas a la estabilidad del mercado. Sin embargo, en el caso de Estados Unidos, es probable que los activos reales se beneficien fuertemente de la victoria de Trump, ya que el recién elegido presidente planea gastar no menos de \$1 billón para reconstruir la infraestructura del país.

A continuación analizamos en profundidad el sector de activos reales para dar respuestas a las siguientes preguntas:

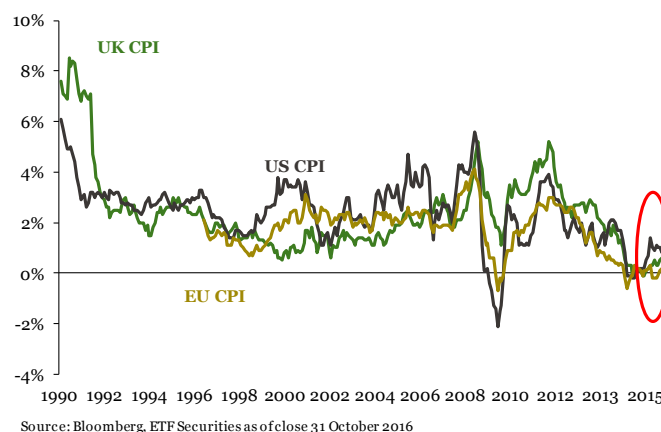
1. ¿Cuál ha sido el desempeño de los activos reales durante los meses de aumento de la inflación?
2. ¿Qué activos reales deberían incluirse en la cartera de inversores y cómo?

Bajos tipos de interés e inflación en ascenso

Si bien las probabilidades de un segundo incremento de tipos en diciembre por parte de la Fed han ascendido al 86%, es probable que los intereses en todo el mundo se mantengan cerca de sus mínimos históricos por más tiempo. La inflación, por otro lado, podría sobrepasar el objetivo del 2% de la Fed mientras el banco central espera constatar mayores indicios de una sólida recuperación económica.

La inflación subyacente en EE.UU, la UE y el Reino Unido, ha venido aumentando desde principios de año. Aunque la inflación general se mantiene en torno a una media del 1%, los precios han comenzado a aumentar más de un 0,5% desde el segundo trimestre –ver gráfico-. Es probable que debido al modo en que viene evolucionando la inflación subyacente y nuestras expectativas de un incremento de los precios de las materias primas, se genere un nuevo aumento de la inflación general.

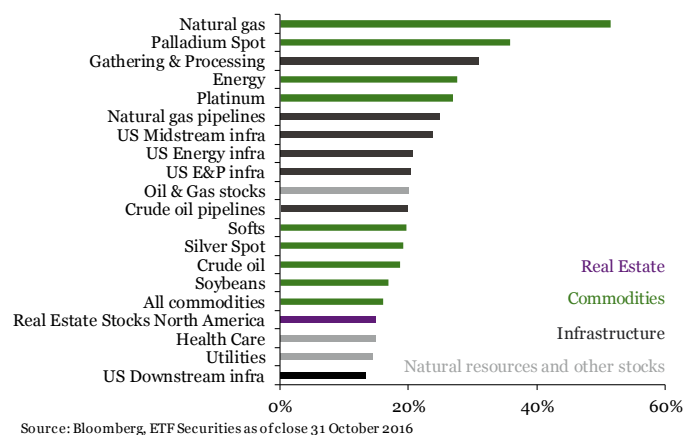
UK, US and EU headline inflations



Los activos reales cuando la inflación aumenta

En este informe, hemos seleccionado 50 activos tradicionalmente considerados como "activos reales" y analizado su desempeño durante meses de inflación creciente en los EE.UU desde 1991. La inflación se mide por el índice de precios al consumidor (IPC).

Top performers when US CPI rose by 0.5%



Nuestro análisis muestra que las materias primas y los activos de infraestructura registran los treinta mejores desempeños durante los meses en que la inflación estadounidense sube un 0,5% anual, con retornos del 20% y 21%, respectivamente, seguidos por los bienes raíces y las reservas de recursos naturales. El mismo análisis con el IPC de la UE muestra que los bienes raíces y los activos de infraestructura obtienen los mejores resultados con un 26% de retorno y un 17% respectivamente, seguidos por los recursos naturales (15%) y los bonos indexados por la inflación (7%). Al igual que con el IPC del Reino Unido, sólo diecisiete activos reales están registrando beneficios, mientras que el mejor desempeño está vinculado a la inflación con un retorno del 14%.

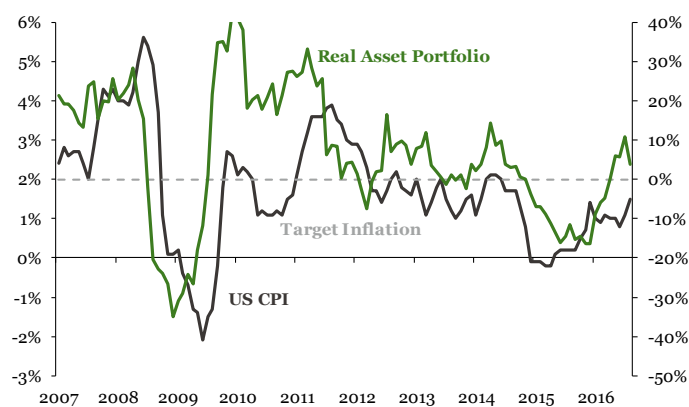
Entre los activos reales que obtienen mejores resultados cuando aumentan los IPC de Estados Unidos, UE y Reino Unido, son las materias primas que marcan un retorno medio del 40%, los activos de infraestructura (30%) y los bienes inmobiliarios (15%).

Una propuesta de cartera de activos reales

Sobre la base de los resultados anteriores, hemos creado una cartera de activos reales de 10 componentes de igual ponderación. Los componentes son 3 cestas de materias primas (cestas de materias, energéticas y agrícolas), oro, platino, fondos de inversión en bienes raíces globales (REITs) y acciones inmobiliarias globales, MLPs de energía de EE.UU., títulos de infraestructura global y efectivo.

Dado que el valor de los activos de infraestructura y los bienes raíces está impulsados por la inflación, que a su vez es impulsada por los precios de las materias primas, los rendimientos anuales de una cartera de activos reales tienen una fuerte correlación con el IPC de EE.UU. El desempeño de la cartera supera el nivel de inflación a excepción de lo registrado en 2014/2015 cuando los precios del crudo se desplomaron. Según lo observado, nos parece que la tendencia de los retornos para 2016 muestran a una inflación proclive a seguir subiendo.

Real asset portfolio ahead of inflation

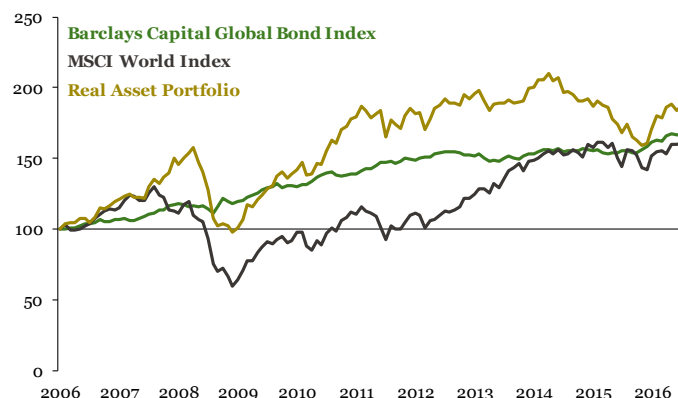


Source: Bloomberg, ETF Securities as of close 31 October 2016

Al comparar el rendimiento de nuestra cartera con el rendimiento de un índice de renta variable, el MSCI World y un bono, el Barclays Capital Global Bond, observamos que la

cartera superó a ambos índices de referencia en una media de 1,2% desde marzo de 2006, marcando una relación Sharpe de 0,19 frente al 0,06 de las acciones y 0,35 de los bonos.

Real asset performance vs. equities and bonds



Source: Bloomberg, ETF Securities as of close 31 October 2016

También observamos que desde la gran crisis financiera de 2008, nuestra cartera de activos reales superó a los dos índices de referencia, excepto entre 2014 y 2015, cuando la inflación cayó debido al declive de los precios del crudo. Cuando este último comenzó a recuperarse a principios de este año, también lo hizo la inflación y esto ha beneficiado a la cartera de activos reales más que a los índices de renta variable o bonos.

Un mix de activos reales, renta variable y renta fija

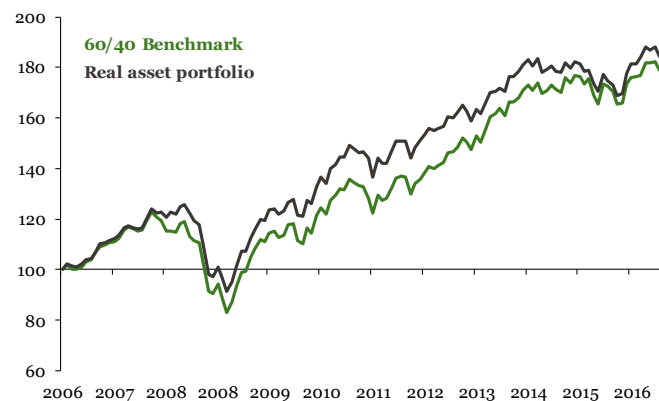
En esta sección, introducimos los activos reales en una cartera estándar de 60% de acciones y 40% de bonos con una asignación del 20%. Las ponderaciones de la nueva cartera son: 50% acciones, 30% bonos, 10% materias primas, 4% bienes raíces, 4% infraestructura y 2% efectivo. Las carteras y el índice de referencia se reequilibrarán una vez al año en enero.

	Real asset portfolio	60/40 Benchmark	Portfolio with 20% real assets
Volatility	12.9%	9.9%	9.0%
Annual returns	5.8%	5.7%	5.9%
Max drawdown (peak-trough)	-38.0%	-32.4%	-27.3%
Max recovery (to previous peak)	2.33	2.92	1.75
Beta	1.02	1.00	0.89
Correlation to benchmark	0.78	1.00	0.98
Tracking error	8.1%	0.0%	2.1%
Sharpe	0.19	0.23	0.29
Information ratio	0.01		0.13

*Based on monthly data in USD from Mar 2006 to Oct 2016. Volatility and returns are annualised. Max drawdown defines as the maximum loss from a peak to a trough based on a portfolio past performance. Max recovery is the length of time in number of years to recover from the trough to previous peak. Risk free rate equals to 3.4% (a simulated combination of the IMF UK Deposit Rate and the Libor 1Yr cash yield). Source: ETF Securities, Bloomberg

La incorporación de los activos reales permite a la cartera recién creada superar al índice de referencia en un 0,3% anual desde 2006 y es menos volátil a pesar de que el componente de activos reales es más riesgoso. Como resultado, la cartera con un 20% de activos reales está mejor diversificada que el índice de referencia, permitiendo que la relación de Sharpe aumente a desde 0.23 a 0.29 para índice de referencia 60/40.

Real asset portfolio outperform by 0.3%



Source: Bloomberg, ETF Securities as of close 31 October 2016

Los activos reales tienden a funcionar bien durante los meses de inflación creciente. Nuestro análisis muestra que las materias primas son las de mejor desempeño seguido por los activos de infraestructura, los bienes raíces y luego los bonos indexados a la inflación. Nuestra cartera óptima de activos reales tiene, por tanto, un 50% en materias primas, un 20% en bienes raíces, un 20% en infraestructura y un 10% en efectivo. La asignación del 20% de una cartera de acciones y bonos a esta cartera de activos reales reduce el riesgo general, mejora los rendimientos y mejora la relación de Sharpe. Además de estar fuertemente correlacionada con la inflación estadounidense, esta cartera de activos reales probablemente se beneficiará de la presidencia de Trump.

Movimientos de capital en ETPs –Separando la señal del ruido

Por Aneeka Gupta – Associate – Equity & Commodities Strategist | aneeka.gupta@etfsecurities.com

Resumen

La fuerte divergencia entre las colocaciones de capital en los ETP sobre metales industriales y los precios, sugieren una corrección de precios a corto plazo.

La tendencia contra-cíclica de precios en las colocaciones de los ETP sobre energía, hace que estos títulos sean un error estadístico dentro del sector de materias primas.

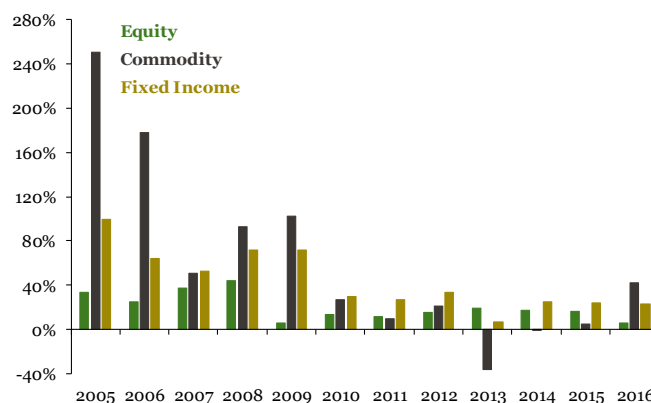
Las colocaciones en los ETP sobre renta variable sugieren un cambio “de estilo”: las acciones de Valor marcarán un mejor desempeño que las de Crecimiento a medida mejora la economía global.

Las entradas en los ETP sobre bonos atados a la inflación sugieren unas mayores expectativas inflacionarias debido a la reciente divergencia.

Lo que compran los inversores, importa

2016 ciertamente no ha sido un año para desplegar una estrategia de inversión de compra y tenencia, dadas las oscilaciones en la volatilidad. Es por ello que saber lo que otros inversores están comprando sin duda agrega mérito al descubrimiento de precios, pero de ninguna manera es un fin en sí mismo. Los flujos de ETP parecen mejorar el poder predictivo de la tendencia futura de los precios. Hace un año atrás inferíamos un piso en los precios de las materias primas analizando las colocaciones en los ETP versus los precios, los cuales concretaron su subida en 2016.

Rotation within Assets



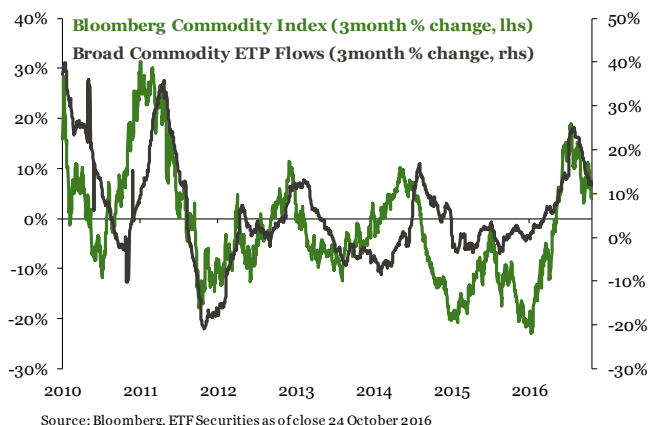
Source: Bloomberg, ETF Securities as of close 24 October 2016

Las colocaciones en ETP tienen la virtud de ser seguidas por los comportamientos de precio, ya que cuanto mayor sean las colocaciones, los precios suben más y esos precios más altos se traducen en una mayor convicción a través de un incremento de dichas colocaciones. El ciclo se repite hasta recibir noticias sensibles a los precios. Hemos utilizado una muestra de 4777 ETPs cotizables en todo el mundo a través de las diferentes clases de activo para llevar a cabo nuestro análisis. Desde comienzos de 2016, los ETP sobre materias primas han registrado las mayores entradas de capital acumuladas con respecto a un año atrás, seguido de la renta fija. Un fuerte cambio en el sentimiento de los inversores ha jugado su parte, aunque no obstante, el aumento de las colocaciones sigue siendo un 200% menos que los máximos de 2005.

Tendencia en las materias primas: comprar en retrocesos

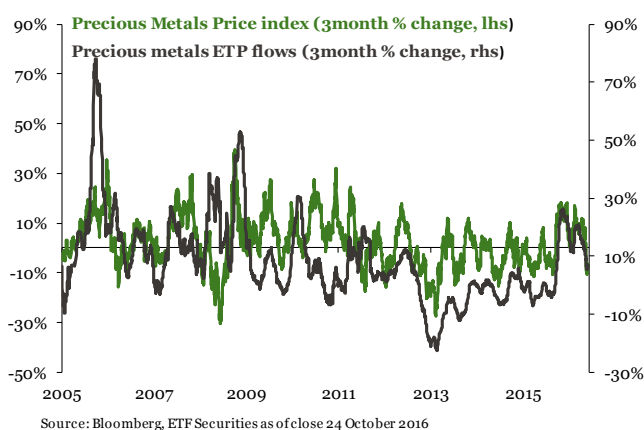
Las colocaciones en los ETPs sobre cestas de materias primas y los precios de sus subyacentes, han estado sincronizados desde 2010, con una correlación de 0.58. A pesar de que cada materia prima por separada se negocia en base a sus propios fundamentos, los inversores invierten en grandes cestas para beneficiarse de la diversificación. Creemos que el retroceso reciente en las materias primas es un reflejo de la disminución de los precios de la energía y de los metales preciosos (ya que tienen las ponderaciones más altas), lo que debería revertir el rumbo a medida que los fundamentos mejoran.

Broad Commodity - Flows vs Price



Las colocaciones en los ETP sobre metales preciosos han registrado una relación positiva con los precios de sus subyacentes. El oro acumuló el mayor volumen de entradas, captando un 84% de las entradas totales a los metales preciosos. Dado que el oro se beneficia del actual aumento de la inflación, vemos de corta duración su reciente retroceso.

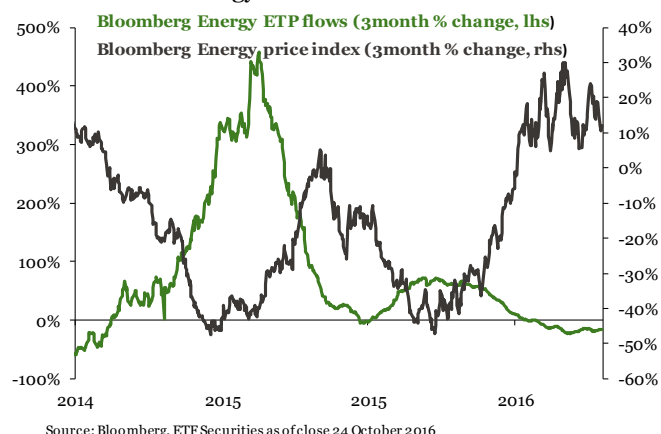
Precious Metals Flows vs Price



Los ETP sobre metales industriales y sus precios se han estado moviendo en tándem con una correlación de 0.42. Sin embargo, hemos observado una divergencia abrupta recientemente con los precios superando las colocaciones, lo que sugiere que a corto plazo podría darse una corrección en los precios. Los movimientos de capital de los ETP sobre agricultura y sus precios, no mostraron ningún patrón significativo, ya que las colocaciones fueron rezagadas en relación a lo marcado por los precios.

Los ETPs sobre energía siguen siendo un error estadístico debido a la relación negativa entre las colocaciones y los precios. Los cazadores de gangas han perseguido implacablemente la caída de los precios de la energía quedando evidente en los mayores volúmenes de capital colocados simultáneamente. Sin embargo, a pesar de que los precios de la energía han subido desde comienzo de año, las colocaciones no han sido sólidas debido a que los inversores siguen sin estar convencidos de los recortes de producción de la OPEC.

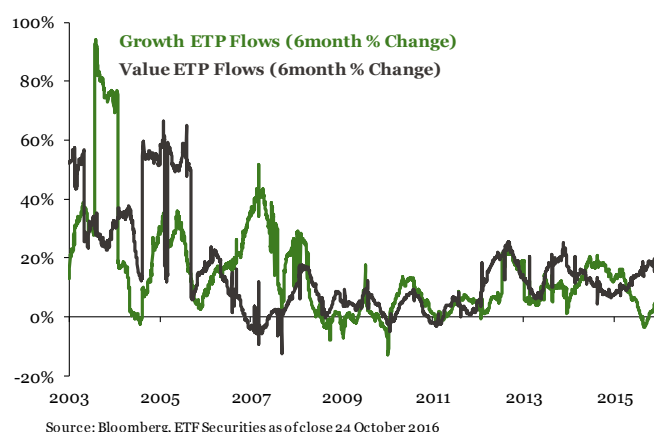
Energy ETP - Flows vs Price



Tendencia en renta variable: Valor vs Crecimiento

Es bien sabido que los títulos de Crecimiento y Valor están en lados opuestos del modo tradicional de inversión. Los precios globales de las acciones de Valor se han rezagado en un 21% con respecto a los títulos de Crecimiento desde la crisis financiera de 2008. Los temores de una recesión han llevado a que los inversores seleccionen empresas que podrían aumentar los beneficios y los ingresos más rápido que la media, las cuales probablemente podrían encontrarse entre las de Crecimiento. Sin embargo, las colocaciones en los ETP sobre acciones de Valor han estado ganando ritmo frente a sus homólogas de Crecimiento, impulsadas la sólida mejora económica de EE.UU. Creemos que esto arroja luz sobre la posibilidad de un cambio de estilo de nuevo hacia las acciones de Valores después de ocho años de bajos rendimientos.

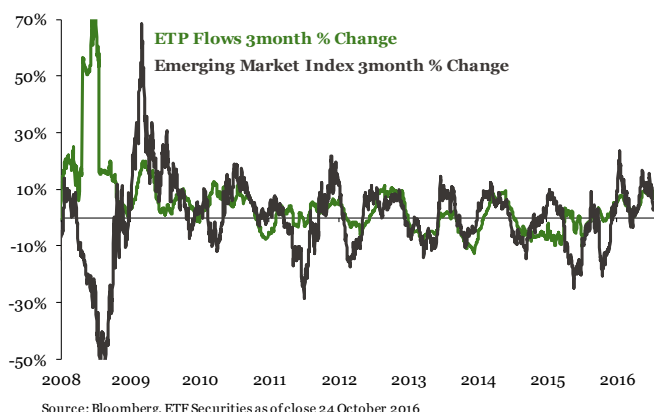
Equity Style Trends - Value vs Growth



El aspecto llamativo de este gráfico es que después de la crisis financiera, las colocaciones de los ETP sobre mercados emergentes se han movido en línea con el índice MSCI de mercados emergentes, con una correlación de 0.58. Después de haber quedado rezagados en relación a los mercados desarrollados durante cinco años, hemos visto un fuerte cambio en el rendimiento de los mercados emergentes en 2016. A pesar de que durante el mes pasado los inversores retiraron importantes volúmenes de capital de los ETP sobre emergentes debido al fortalecimiento del dólar y la incertidumbre respecto

al comercio internacional por la victoria de TRump, vemos a la actual venta de divisas emergentes como una oportunidad de compra.

Emerging Markets Equity - Flows vs Price

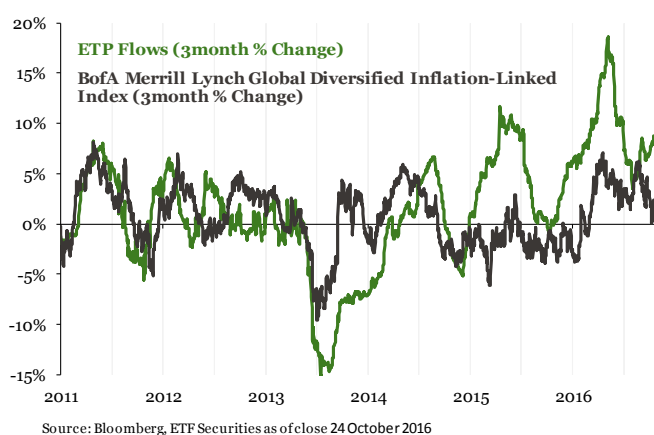


Tendencia en renta fija: el regreso de los bonos atados a la inflación

En los ETP sobre renta fija, los bonos gubernamentales y agregados han captado en lo que va del año el mayor volumen de capitales.

El gráfico que se presenta a continuación es único, ya que muestra cómo se han mantenido o aumentado las fuertes colocaciones registradas en los ETP sobre bonos atados a la inflación, en oposición a la tendencia del mercado. Dada la correlación positiva de 0.42 entre las colocaciones en los ETP y los precios subyacentes de los bonos, vemos a la divergencia reciente como una señal de que los precios probablemente aumentarán.

Inflation Protected Bonds -Flows vs Price



Las colocaciones en los ETP sobre bonos convertibles también han mostrado una correlación positiva de 0.45 desde 2011. Sorprendentemente, las recientes entradas han superado a los precios subyacentes por un margen más amplio, lo que advierte a los inversores sobre la posibilidad de que los precios ya estén entrando en una fase correctiva.

Información Importante

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

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

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

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

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



The
intelligent
alternative

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

t +44 (0)207 448 4330
f +44 (0)207 448 4366
e info@etfsecurities.com
w etfsecurities.com