

ETFs Outlook



ETF Securities | The intelligent alternative | Septiembre de 2017

James Butterfill

Jefe de investigación & estrategia de inversión

Martin Arnold

Estratega de FX & Macro

Edith Southammakosane

Estratega Multi-Asset

Nitesh Shah

Estratega de materias primas

Morgane Delledonne

Estratega de renta fija

La Big picture

La reducción del balance de la Fed debería tener un impacto limitado sobre los rendimientos americanos

El ajuste gradual de la Fed mantendrá la demanda por la deuda emergente

El Congreso chino: la construcción de un hombre fuerte

EE.UU.: récord en la producción de crudo no convencional

Materias primas vs productores: una comparación a fondo

Mirando donde nadie ve

Una mirada a la logística de la automatización

La computación cuántica: la apocalipsis de la ciber-seguridad

¿Pueden las crypto o las divisas digitales influir la política monetaria?

A hacer paso a los Millenials

Cómo invertir en una economía de bajo consumo de carbón

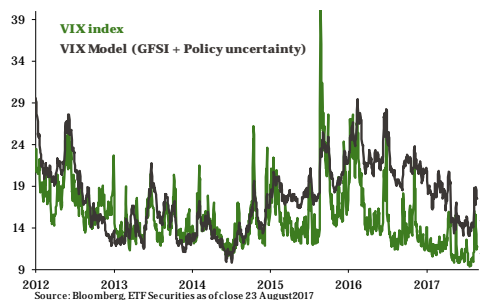
El globo de los bonos, no la burbuja

La volatilidad de mercado en niveles artificialmente bajos

La volatilidad en todas las clases de activo se ha moderado y las condiciones económicas de fondo han mejorado en todo el mundo, lo que lleva a los inversores a ser más optimistas. La incertidumbre política también se ha atenuado, a excepción de dos casos claves: la administración Trump y las negociaciones del Brexit. En los mercados financieros los temas centrales son los niveles de riesgo y la complacencia implícita de los inversores al suponer que los niveles de volatilidad son bajos. En este sentido, la actual demanda de activos de riesgo viene llevando a la renta variable registrar unos nuevos récords que cada vez parecen ser más difíciles de sostener.

Al centro de este contexto de baja volatilidad, está la política acomodaticia y la vasta compra de bonos por parte de los bancos centrales, la cual ha llevado a los inversores a la caza de rendimientos. Si bien la primera opción para ello ha estado en los activos libre de riesgo como los bonos con grado de inversor, ahora también se ha expandido a los bonos de alto rendimiento, la renta variable y los mercados de opciones. Esto ha distorsionado las valoraciones de los mercados y generado una percepción de un riesgo menor. Como consecuencia, creemos que la continua caída de los niveles de las opciones del VIX (volatilidad implícita de mercado), no refleja la real incertidumbre mundial, sino más bien el descuento de la volatilidad de mercado para aquellos inversores que fueron en busca de estos rendimientos.

VIX Index versus actual risk (modelled)



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

Mirando detrás de la aparente serenidad del mercado, tenemos los potenciales brotes geopolíticos y las consecuencias desconocidas de una reducción de la política monetaria acomodaticia. Un aspecto característico del riesgo es que si bien la sincronización de acontecimientos inesperados es desconocida, la volatilidad tiende a incrementarse súbitamente en la mayoría de ellos. Los temas relacionados a la administración Trump, entre otros la situación de Corea del Norte, han puesto a prueba la resistencia del mercado. Otros posibles instigadores de los picos de volatilidad podrían incluir una crisis de la deuda de China, un error de política de los bancos centrales, un shock del precio del crudo o las próximas negociaciones del techo de deuda en EE.UU.

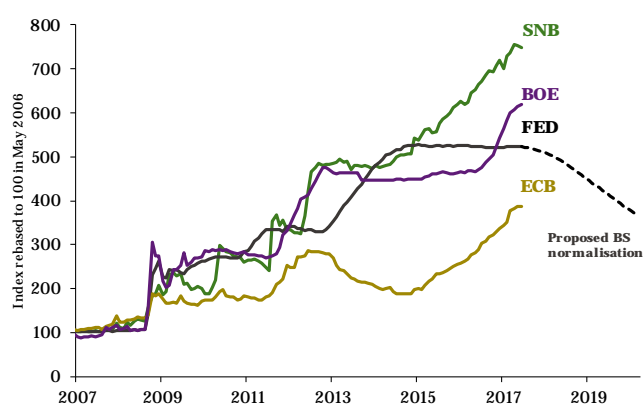
A pesar de nuestras preocupaciones, la situación económica mundial de cara al ciclo monetario restrictivo de EE.UU., continúa mejorando tanto en los mercados desarrollados como en los emergentes, respaldando los resultados corporativos. La temporada de publicación de resultados más reciente ha sido muy positiva para los activos globales. Si bien los ingresos de las empresas europeas no han tenido variaciones, al excluir los ingresos externos se observa un crecimiento continuo. Seguimos viendo a Europa como la que presenta las mejores perspectivas de recuperación de beneficios mientras que, sobre una base relativa, mantiene una valoración atractiva. El sector tecnológico, a pesar de contar con valoraciones relativamente atractivas, ha sufrido el reciente mal desempeño de los precios. Creemos que la venta de acciones del sector tecnológico es exagerada, pues los resultados obtenidos han superado de manera convincente a las expectativas de los analistas. Tanto los beneficios como el crecimiento de los ingresos han sido positivos, lo que destaca lo intactos que continúan estando los fundamentos.



El globo de los bonos, no la burbuja

Sin embargo, los inversores están cuestionando el sustento de la subida de la renta variable frente a lo que sentimos es una mal llamada "burbuja" de bonos. Aunque los rendimientos de los bonos globales están cerca de los mínimos históricos, no es necesariamente una burbuja en el sentido tradicional. Los rendimientos son artificialmente bajos, impulsados por niveles extraordinarios de estímulo de los bancos centrales. En este marco, caracterizaríamos a la situación como un globo de bonos y no como una burbuja de bonos. La diferencia crítica entre un globo y una burbuja es lo que sucede al final: los bancos centrales están dispuestos a desinflar el globo, en lugar de pinchar la burbuja. La deflación gradual del globo de bonos es un aspecto clave de lo que los bancos centrales están dispuestos a lograr con el desmantelamiento de los programas de compra de activos.

Central bank balance sheet levels



Source: Bloomberg, ETF Securities, data available as of close 23 August 2017

La comunicación es crucial para formar las expectativas de los inversores respecto a una política monetaria más estricta. La ocurrencia de otro "Taper Tantrum" sugeriría que los bancos centrales no han logrado el objetivo de una remoción medida y ordenada de los programas de estímulo y también destacaría cuán frágil es el actual optimismo de los inversores en los mercados. Parecería que los bancos centrales están poco interesados en ser excesivamente agresivos, incluso ante el incremento de los salarios y la consiguiente inflación. Asimismo son conscientes de los daños que generan los picos de volatilidad y la inestabilidad de mercado sobre la confianza económica mundial y consecuentemente, sobre la actividad.

Es paradójico que la flexibilización cuantitativa (QE), la misma herramienta utilizada para aliviar el estrés del mercado, pudiera ser la raíz de un renovado estrés de mercado cuando se la retira. Los bancos centrales quieren evitar un círculo vicioso, por lo que reaccionan ante este estrés al revertir las decisiones de política más restrictivas que provocaron la volatilidad del mercado. Dado que desviarse demasiado de las expectativas de mercado sobre la política podría ser la causante del estrés, son esenciales las estrategias de comunicación y la transparencia. La comunicación de los bancos centrales está mejorando y creemos que es poco probable que se produzca otro "Taper Tantrum" como en 2013. Sin embargo, creemos que el mercado ha interpretado mal la retórica del banco central en algunos casos. Entre las políticas de los principales bancos centrales, la Reserva Federal de Estados Unidos se asienta firmemente en el extremo "más estricto" del espectro y el Banco de Japón de manera similar pero en el extremo "más laxo" del rango. Entre los dos están el Banco de Inglaterra y el Banco Central Europeo.

El USD con miras de apreciarse gracias al descuento erróneo del euro por parte del mercado

El hecho de que los inversores no entiendan dónde están parados los bancos centrales, hace que el mercado quede expuesto a un error, sobre todo en el mercado FX. En este sentido, el posicionamiento excesivo que muestra el trade del "euro largo", hace que la divisa única claramente quede expuesta a una caída, pues los inversores subestiman el deseo del BCE de generar presión inflacionaria mientras estimula a la economía real.

La fortaleza del euro no es una posición cómoda para el BCE, ya que amenaza la base firme que la inflación ha venido formando - el IPC básico está en su nivel más alto desde 2013-. La retórica laxa del BCE podría ser el catalizador para se liquiden rápidamente las posiciones casi récord de futuros largos sobre euro abiertas hasta el momento.

Si bien esperamos que el dólar gane terreno en el segundo semestre de 2017 frente a las principales divisas, una menor volatilidad debería generar una fuerte depreciación del yen, ya que el Banco de Japón (BoJ) sigue manteniendo una política acomodaticia que lleva a los inversores nipones a buscar rendimientos más altos en el extranjero. Por último, esperamos que la incertidumbre que rodea a las negociaciones del Brexit neutralice la voluntad creciente del Banco de Inglaterra (BoE) para endurecer la política monetaria en medio de una economía doméstica relativamente estable. En la medida en que las negociaciones evolucionen hacia un punto beneficioso para las economías del Reino Unido y la UE, creemos que la libra esterlina tiene un potencial alcista, especialmente frente al euro. El aumento de los rendimientos reales debería respaldar el valor de la libra y la disminución de la volatilidad debería permitir a los inversores centrarse en sus fundamentos.

Las condiciones económicas deberían respaldar a las materias primas

La apreciación significativa de las materias primas en 2017 enfrentan principalmente dos obstáculos: qué tan agresiva será la Fed en el endurecimiento de su política monetaria y en qué medida las tensiones geopolíticas podrán alterar las recientes mejoras de la economía mundial. Estos temas han generado sentimientos encontrados en el oro, ya que por un lado se ve amenazado a caer debido a las perspectivas de aumento de los tipos de interés pero por otro lado, es visto como un activo refugio cuando las tensiones geopolíticas se intensifican. Esperamos que la Fed mantenga la cautela al momento de establecer las políticas, sobre todo cuando la inflación parece haberse enfriado en el corto plazo. Creemos que el valor razonable del oro se sitúa en los \$1260/oz a fines de año. Seguimos contemplando una mayor demanda de materias primas en momentos donde hay una continua falta de inversión, particularmente en la industria minera. Es por ello que vemos a los metales industriales como el subsector de materias primas más atractivo.

La reducción del balance de la Fed debería tener un impacto limitado sobre los rendimientos americanos

Por Morgane Delledonne – Estratega de renta fija / morgane.delledonne@etfsecurities.com

Resumen

La nueva “normal” del balance de la Fed debería ubicarse alrededor de los \$2.5 billones en 2026.

Teniendo en cuenta el efecto de la reducción del QE, el ritmo restrictivo debería ser similar a aquel que hubo en ciclos previos.

Esperamos que el mayor impacto por la reducción del QE se dé sobre las Letras del Tesoro estadounidense de 1 a 5 años.

El nuevo balance “normal”

En su reunión de junio de 2017, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) anunció su intención de reducir las tenencias de valores de la Fed al disminuir gradualmente la reinversión de los principales pagos recibidos por el Tesoro, la deuda de agencia y los títulos respaldados por hipotecas (MBS) comprados a través del programa de flexibilización cuantitativa (QE). El tope de las reinversiones se incrementará en pasos de \$6.000 millones mensuales para las Letras del Tesoro y \$4.000 millones por mes para la deuda de agencias y MBS a intervalos de tres meses durante un año hasta alcanzar los \$30.000 millones y \$20.000 millones, respectivamente.

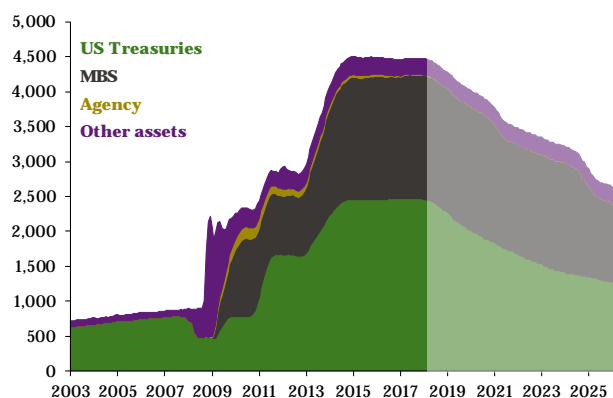
Poniéndolo en contexto, el balance de la Fed ha subido de poco menos de \$1 billón en 2008, a \$4.5 billones en agosto de 2017. Hoy la Fed tiene como activos cerca de \$2.5 billones de bonos del Tesoro (18% del mercado) y \$1.8 billones de MBS (33% del mercado). En el pasivo, la moneda en circulación representa \$1.5 billones, mientras que las reservas excedentes de los bancos representan \$2.3 billones. Antes de 2008, los bancos tenían las reservas mínimas requeridas (que representan sólo el 5% de las reservas totales de hoy) y necesitaban obtener préstamos de otros bancos para satisfacer los requisitos (es decir, el mercado de fondos de la Fed). La Fed acostumbraba a comprar o vender reservas, con el fin de controlar el interés de los fondos federales al cual los bancos transaban los fondos durante la noche. Después de la crisis financiera mundial, la compra a gran escala de la Fed de bonos del Tesoro y MBS de los bancos, añadió más de \$2 billones de exceso de reservas. Como resultado, el mercado de fondos de la Fed se volvió obsoleto y ahora la Fed controla el interés pagado sobre las reservas excedentes (tasa IOER), el cual se sitúa en la parte superior del rango de los fondos federales (actualmente 1.25%).

Como resultado, el interés pagado a los bancos sobre sus reservas excedentes aumenta con el interés de los fondos federales, mientras que los tipos de interés pagados sobre los títulos a corto plazo también se mueven en paralelo con el interés de los fondos federales. La Fed podría decidir en algún momento en el futuro, incrementar menos el interés IOER en relación con el interés de los fondos federales. De esta forma lograría aumentar el diferencial de rendimiento entre los tipos de interés pagados sobre los títulos y el interés IOER pagado sobre las reservas en exceso. Esto a su vez alentaría a los bancos a utilizar sus reservas excedentes para comprar más títulos y obtener el rendimiento extra y en consecuencia, reducir el

balance de la Fed.

No hay consenso sobre el tamaño “normal” del balance de la Fed. Algunos economistas han argumentado que el tamaño relativamente pequeño del balance de la Fed en 2008 fue inadecuado para responder efectivamente a la gravedad de la crisis financiera. El ex presidente de la Fed, Ben Bernanke, argumentó que el nivel crítico de las reservas necesarias para que la política monetaria sea efectiva requiere al menos \$1 billón de las reservas bancarias. Por lo tanto, creemos que el nivel mínimo del balance de la Fed es de alrededor de \$2.5 billones. El siguiente gráfico utiliza las recientes directrices del FOMC para proyectar el balance de la Fed durante la próxima década. Hemos estimado que el balance de la Fed alcanzará aproximadamente los \$2.5 billones a fines de 2026 si la Fed lo comienza a normalizar en enero de 2018.

Projections of the Fed's assets (US\$bn)



Source: Federal Reserve, ETF Securities, data available as of close 14 August 2017

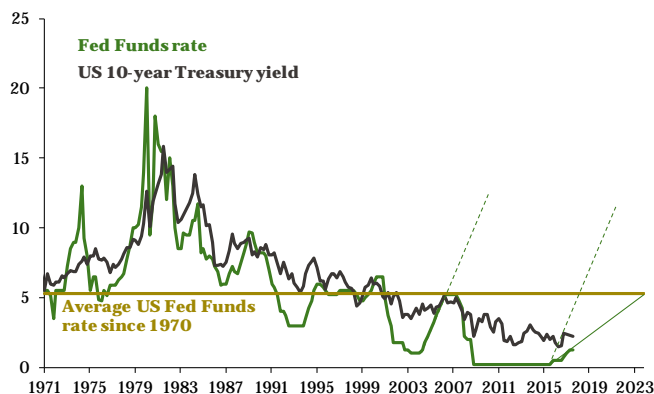
El ajuste de la Fed no es “tan” gradual

Esperamos una subida más de tipos este año y que la Fed comience a reducir su balance en algún momento del inicio del próximo año, ya que la reciente moderación de la inflación puede haber retrasado la necesidad de actuar de inmediato. Por otra parte, la solidez del mercado laboral no se traslada de por sí a los incrementos salariales y en consecuencia, tampoco a la inflación. Los miembros del FOMC reconocen cada vez más que la inflación baja proviene más por factores estructurales, como la “distorsión tecnológica”, que por los factores cíclicos. En particular, el presidente de la Fed de Nueva York, Dudley, ha dicho que si las fuerzas de fondo están generando una menor inflación, entonces es posible que la tasa de desempleo pueda caer más antes de que se generen mayores salarios y precios.

El contexto de bajo crecimiento e inflación requiere tipos de referencia más bajos que en el pasado. Es probable que el actual nivel del interés objetivo de los fondos federales “siga siendo apropiado en el corto plazo”, de acuerdo al presidente de la Fed de Minneapolis, Kashkari, quien agregó que la economía estadounidense está atascada en una fase de bajo crecimiento. Por lo tanto, creemos que la Fed no aumentará el interés de los fondos federales al 5% donde estaba al final del ciclo de ajuste anterior, sino que lo incrementará gradualmente hacia el 2%. El

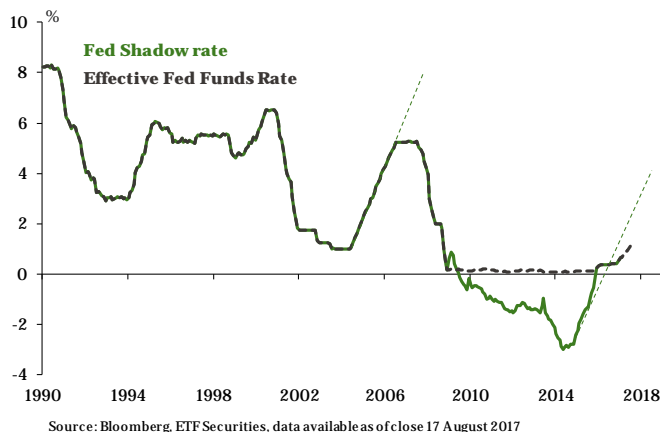
presidente de la Fed de Dallas, Kaplan, dijo en agosto que el tipo de interés "neutral" (es decir, la tasa de tendencia a la cual el PIB real está creciendo con la inflación estable) fue más del 2%. Desde una perspectiva histórica, el aumento del interés de los fondos federales desde el límite inferior de cero, está siguiendo una tendencia mucho más plana que en ciclos anteriores. Si la Fed continúa ajustando al mismo ritmo, alcanzaría en 2023 el nivel medio a largo plazo del interés de los fondos federales.

Slow rebound from the zero lower bound



Ahora, considerando la tasa de sombra -una métrica para la postura de la política monetaria por debajo del límite inferior de cero- y teniendo en cuenta el efecto del QE, el ritmo del ajuste es similar al del período 2003-2005. La Fed ya ha aumentado el interés de fondos federales efectivo en 400 puntos básicos, lo que es más que el ajuste medio de 380 puntos básicos de ciclos anteriores.

Fed has tightened by 400bps since end-2014

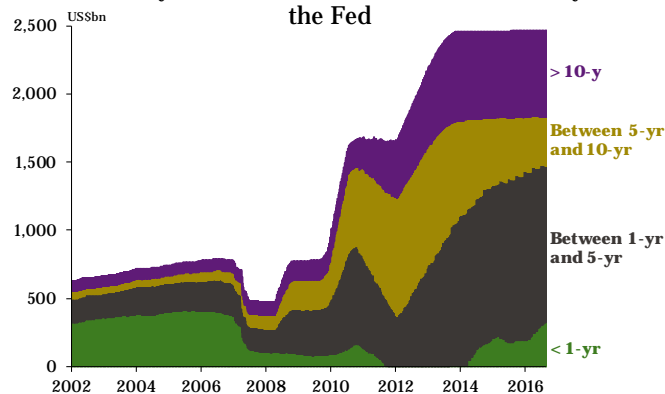


El impacto sobre la curva de rendimientos de los bonos del Tesoro de EE.UU

A corto plazo, la mayor parte del anuncio de la reducción del balance de la Fed ha sido descontado en el mercado. Janet Yellen ha afirmado que las expectativas de la normalización del balance ya han incrementado este año los rendimientos de los bonos estadounidenses en 15 puntos básicos (equivalente a dos subidas de tipos de 25pb en el interés de los fondos federales).

Las consecuencias a largo plazo de la reducción del balance de la Fed sobre los tipos de interés dependen de muchos parámetros que aún deben especificarse. En particular, faltan detalles sobre el "tamaño normal" del balance de la Fed, la fecha y la trayectoria a largo plazo de la reducción del balance. Un grupo de economistas de la Fed (*Engen et al.*) han estimado que las tres rondas de QE han llevado a las primas de plazo de los bonos del Tesoro a caer en 120pb desde principios de 2009 hasta 2013. En otras palabras, el QE de la Fed ha dado lugar a una disminución anual de 30pb en los rendimientos de los bonos, junto con un aumento del balance de la Fed en una media de \$925.000 millones al año. Como se mencionó anteriormente, hemos estimado que el balance de la Fed llegará a \$2.5 billones a fines de 2026, con una disminución media de \$200.000 millones al año durante la próxima década. Basado en las estimaciones de *Engen et al.*, estimamos que la reducción del balance de la Fed resultaría en menos de 10pb de aumento por año en los rendimientos de bonos del Tesoro de EE.UU durante los próximos diez años, manteniéndose sin cambios todo lo demás. Esta estimación está en línea con los recientes comentarios de los miembros de la Fed, incluyendo a Kashkari y Evans, quienes afirmaron que el ajuste del balance será muy gradual con un bajo impacto en las condiciones de financiamiento.

Maturity distribution of US Treasuries held by the Fed



Casi la mitad de las tenencias de bonos del Tesoro de Estados Unidos tiene un vencimiento entre 1 y 5 años. Por lo tanto, este segmento del mercado del Tesoro estadounidense probablemente será el más afectado por la reducción del balance de la Fed. En general, creemos que los efectos del alza de los tipos de interés de corto plazo, junto con la normalización del balance de la Fed, conducirán a un aplanamiento más lento de la curva de rendimiento de los bonos del Tesoro en comparación con los ciclos de ajuste anteriores. El ritmo gradual de los aumentos del interés de los fondos federales, debería generar una mayor presión alcista en el tramo frontal de la curva de rendimientos en relación con el tramo final. Creemos que las perspectivas de inflación moderada y la demanda estructural de bonos a largo plazo, compensarán en parte las presiones al alza sobre las primas a plazo causadas por la normalización del balance de la Fed.

El ajuste gradual de la Fed mantendrá la demanda por la deuda emergente

Por Morgane Delledonne – Estratega de renta fija / morgane.delledonne@etfsecurities.com

Resumen

Los riesgos globales en los mercados emergentes (ME) están ampliamente equilibrados.

Creemos que los vaivenes de la administración Trump mantendrán bajos los tipos de interés y el valor del dólar.

Los bonos soberanos emergentes continúan siendo atractivos bajo las condiciones actuales de ajuste monetario gradual.

Los riesgos globales están ampliamente equilibrados

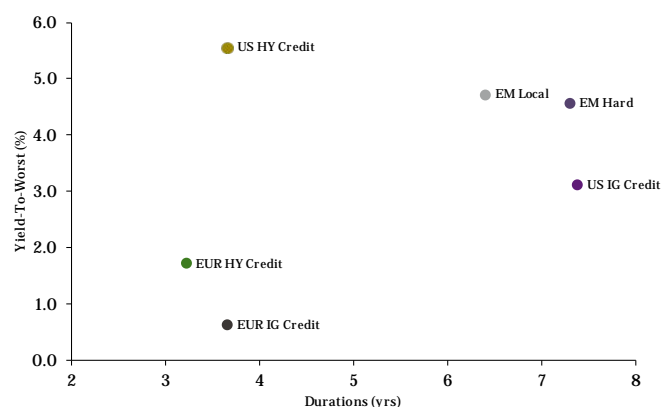
La cautela de la Fed en aumentar los tipos de interés ha llevado a los inversores a seguir buscando rendimiento desde el comienzo del año. Un probable repunte en la actividad económica y el empleo de Estados Unidos hacia fin de año, debería respaldar el valor del dólar y revertir la debilidad constatada a principios de año. Sin embargo, las condiciones monetarias de EE.UU permanecen acomodaticias desde un punto de vista histórico. Esto ha estado impidiendo a que el billete verde se aprecie fuertemente. Esperamos un aumento adicional de 25 puntos básicos en los tipos de referencia de la Fed para este año, seguido por el anuncio –probablemente en diciembre– de la normalización del balance.

Además, la continua inestabilidad política en la administración Trump, atenta contra las perspectivas económicas de EE.UU y deja al dólar en una posición más vulnerable aún. Los riesgos geopolíticos han aumentado con las tensiones entre EE.UU y Corea del Norte a causa de las amenazas nucleares. En general, los mercados de deuda emergentes (ME) han sido resistentes durante los recientes episodios de aversión al riesgo, como el de la promesa de Donald Trump de hacer frente a las amenazas de Corea del Norte "con fuego y furia". Creemos que la escalada de las tensiones entre las dos fuerzas nucleares podría generar una nueva demanda de activos refugio que podrían afectar temporalmente a los valores de la deuda y de las divisas emergentes.

Deuda emergente: el 2º mejor rendimiento ajustado por riesgo

En general, creemos que los bonos de los mercados emergentes siguen siendo atractivos para la diversificación de las inversiones y la obtención de mayores rendimientos. A agosto de 2017, el diferencial de rendimiento entre los bonos de los mercados emergentes y los bonos del Tesoro de Estados Unidos, acumula una reducción anual de 1.2 puntos básicos, situándose en 2.3% y siendo ligeramente inferior al diferencial del *US High Yield* (3.1%). Por el contrario, los rendimientos de los mercados de dinero de EE.UU se ubican alrededor del 1% y el diferencial de rendimientos entre los bonos corporativos de EE.UU con grado de inversor y los bonos del Tesoro estadounidenses, es de 0.2%.

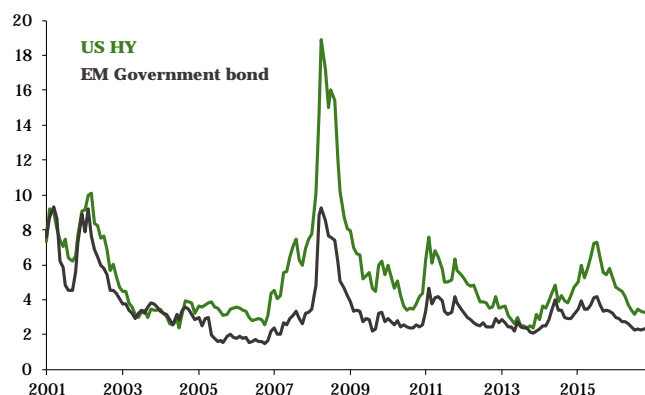
Risk/Reward Profiles



Source: Bloomberg, ETF Securities, data available as of close 8 August 2017

Los bonos emergentes ofrecen el segundo mejor valor ajustado por riesgo después de los títulos crediticios US HY, registrando en general una volatilidad menor.

Spread over US Treasury yield (pp)

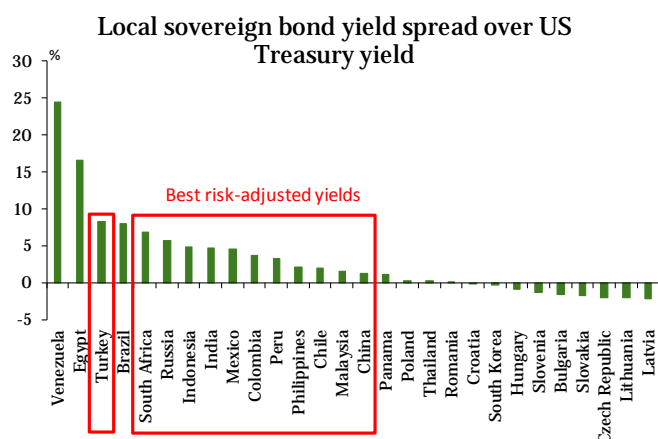


Source: Bloomberg, ETF Securities, data available as of close 07 August 2017

Las regiones atractivas: Asia, Latino América y Turquía

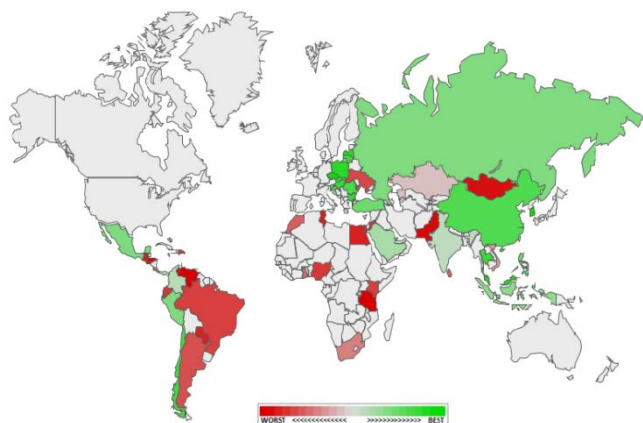
A pesar de algunas variaciones regionales, la mejora de los fundamentos de los ME, la estabilización de las perspectivas de las materias primas, el aumento de la demanda mundial y el aumento de la competitividad, deberían hacer que los activos emergentes resistan durante la normalización de la política monetaria que se llevará a cabo en los países desarrollados. Esperamos que el Renminbi chino se valore gradualmente frente a otras divisas asiáticas junto con la apreciación gradual del dólar, lo que mejoraría en general la competitividad de otros países asiáticos. Es probable que la Europa emergente sea resistente al contexto cambiante en los EE.UU, beneficiándose de la política monetaria acomodaticia del BCE y de una recuperación de la demanda de Europa. Latino América y las grandes monedas exportadoras de materias primas, continúan subvaloradas y deberían beneficiarse de una perspectiva estable de las materias primas y del aumento del comercio mundial. A

nuestro juicio, Turquía, México, India, Indonesia, Rusia y Sudáfrica ofrecen los mejores rendimientos ajustados por riesgo dentro del complejo de los mercados emergentes.



Source: Bloomberg, ETF Securities, data available as of close 08 August 2017

El diferencial de rendimiento medio de los bonos en moneda local y el rendimiento de los bonos del Tesoro de EE.UU. para los países mencionados, es del 5%. Estos países también tienen una perspectiva de riesgo país relativamente estable según la puntuación de riesgo crediticio de *Bloomberg*. Esta evaluación de riesgo país proporciona perfiles de riesgo integrales para los países emergentes seleccionados e incluye puntuaciones en los sectores financieros, económicos y políticos. El mapa que se presenta a continuación muestra los países emergentes con la puntuación más alta en verde (es decir, el menor riesgo) y los países con la puntuación más baja en rojo (es decir, el mayor riesgo).

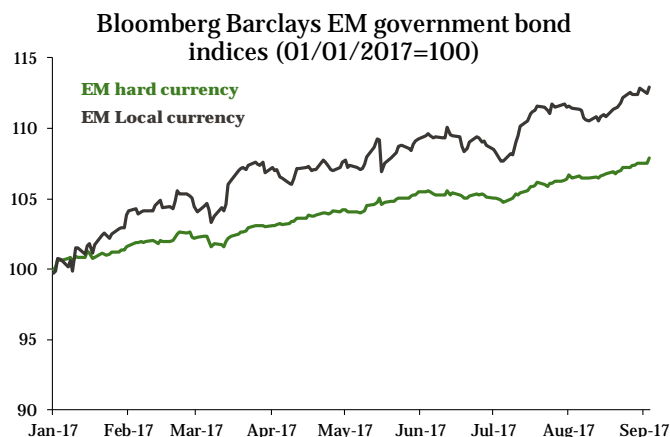


Divisas emergentes vs las de referencia

Los retornos de los títulos de deuda emergente denominados en divisa local y los denominados en las divisas de referencia, están generalmente correlacionados pues ambos comparten los mismos factores globales como la actividad económica, los efectos directos de las condiciones financieras y la demanda de activos de riesgo. Sin embargo, algunos factores locales difieren. En particular, el cambio en la calidad del crédito soberano, como las rebajas de la calificación crediticia. Estas últimas afectan en mayor medida a la deuda denominada en moneda extranjera en comparación la deuda local, debido a la capacidad de un país de pagar la deuda con un riesgo cambiario. En general, los factores fiscales y globales tienen un mayor impacto en la deuda denominada en las divisas de referencia (o moneda extranjera), mientras que la política monetaria interna y la inflación, tienen un mayor impacto en la deuda local.

El indicador del sentimiento de los inversores *Sentix* para la deuda emergente ha sido positivo desde enero. La debilidad del

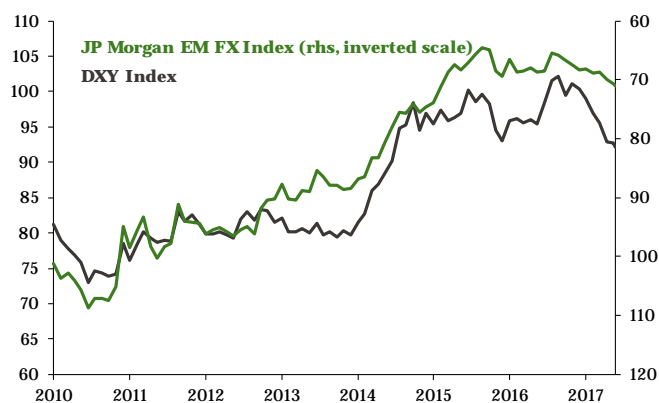
dólar, el diferencial de los tipos de interés entre los ME y los mercados desarrollados (MD) y un mayor impulso del crecimiento en China, han atraído capitales hacia los ME. Las monedas emergentes se han apreciado un 7.5% en lo que va del año, de acuerdo con el índice de divisas emergentes de JP Morgan. Como resultado, desde el comienzo del año el desempeño de los bonos soberanos denominados en divisa local, ha superado al de los bonos denominados en moneda extranjera, al registrar retornos del 10% y 6%, respectivamente.



Source: Bloomberg, ETF Securities, data available as of close 06 September 2017

En nuestra opinión, los inversores de deuda emergente denominada en moneda local deberían beneficiarse de un dólar relativamente estable hacia fin de año. A partir de 2018, esperamos que el billete verde se aprecie gradualmente a medida que se fortalece mejor la economía estadounidense y aumentan los tipos de interés, en particular después de que la Fed comience a reducir su balance —esperamos que lo haga principios del próximo año—. Aconsejamos a los inversores vigilar de cerca el riesgo de tipo de cambio y esperamos que durante 2018, algunos consideren un cambio gradual de exposición de la deuda emergente denominada en divisa local, a la deuda emergente denominada en moneda extranjera.

DXY weakness favourable to EM FX



Source: Bloomberg, ETF Securities, data available as of close 06 September 2017

Creemos que el endurecimiento gradual de la política monetaria de la Fed no resultará en un escenario en el que los inversores retiren masivamente sus capitales de la deuda emergente. Es probable que la deuda emergente continúe proporcionando un rendimiento extra decente sobre la deuda de los países desarrollados, ya que las políticas monetarias de los grandes bancos centrales siguen siendo expansivas desde una perspectiva histórica.

El Congreso chino: la construcción de un hombre fuerte

Por Nitesh Shah – Estratega de materias primas/ nitesh.shah@etfsecurities.com

Resumen

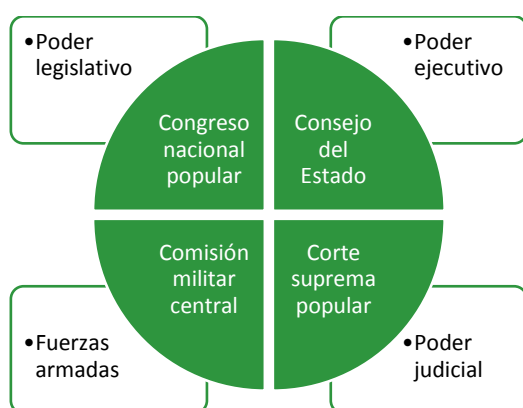
La próxima reunión del Congreso es la oportunidad de Xi Jinping para consolidar su poder.

La extensión de los poderes de Xi podría mantener el estatus quo: poco progreso en la reducción de las empresas estatales o en el tratamiento de los desequilibrios económicos, incluida la excesiva expansión del crédito.

Es probable que la continua falta de reformas haga a China vulnerable a un gran shock.

Rotación política

Para este otoño, el Poder Legislativo del gobierno chino está preparado para albergar su reunión quinquenal de transición de poder: el 19º Congreso del Partido Comunista. Si se mantiene la tradición, los miembros más antiguos de la élite política -el Comité Permanente del Politburó- se retirarán para dar cabida a los más jóvenes. De los siete miembros, se espera que cinco sean reemplazados. Los dos restantes son el Secretario General/Presidente¹ (Xi Jinping) y el Primer Ministro del Consejo de Estado (Li Keqiang), que son lo suficientemente jóvenes como para dirigir durante los próximos cinco años. Cuando Xi Jinping tomó el timón del partido en 2012, tenía muy poca gente de confianza a su lado. Cinco años después, a pesar de las rondas de reestructuración y una guerra contra la corrupción, ha echado a más de 200 altos funcionarios de sus puestos para reemplazarlos por sus aliados. Xi Jinping ha colocado con éxito a partidarios en varias ramas del gobierno.



Ahora las estrellas en ascenso están en riesgo. El mes pasado Sun Zhengcai, una vez considerado un candidato para el Comité Permanente del Politburó y posible futuro líder, fue reemplazado como Secretario del Partido de Chongqing, por el protegido de Xi, Chen Min'er. Acusado de corrupción, Sun

Zhengcai parece ser la última cabeza en rodar en el ejercicio de Xi Jinping para eliminar a sus oponentes.

Rompiendo las "reglas"

La tan llamada "regla" que exige que los miembros del Comité Permanente de más de 68 años se retiren no está escrita. Un miembro de alto rango del Partido describió recientemente el requisito como "folclórico". Si se ignora la "regla", Wang Quishan - un aliado cercano de Xi en el actual Comité Permanente del Politburó- podría ser retenido. La ruptura de precedentes este año podría permitir que Xi Jinping permanezca en el Comité del 20º Congreso en 2022, momento en el que cumpliría 69. El tamaño del Comité también ha fluctuado desde cinco y hasta nueve. Existe la posibilidad de que el Comité reduzca parte de los siete en la actualidad para eliminar posibles amenazas a Xi.

La constitución actual permite que el Presidente sirva un máximo de dos términos. Por lo tanto, Xi tendría que dejar su cargo en 2022. El papel del Presidente y del Secretario General han ido de la mano en el pasado. No obstante, de maniobrar con éxito las reglas no escritas, Xi podría pasar la batuta a uno de sus protegidos en 2022 y continuar ejerciendo influencia sobre el Comité.

El estatus quo económico

Al establecer un ambicioso conjunto de objetivos para la reforma económica en el Tercer Plenario del Partido en 2013, el progreso en este frente ha sido bastante acotado. Los líderes chinos se comprometieron a dar a los mercados un "papel decisivo" en la asignación de recursos. Sin embargo, parece haber una desconfianza constante de los mercados. Ha habido innumerables intervenciones en los mercados de valores y de propiedad para evitar que los precios cayeran más fuerte. El mantener una tasa de crecimiento económico constante de entre 6.5% y 7%, parece ser el resultado de una política monetaria acomodaticia, la expansión del crédito y una reticencia a reducir la sobreproducción. La mayoría de los ejemplos de restricciones de capacidad pueden vincularse más estrechamente a las preocupaciones ambientales que a los objetivos de mejora del mercado. El haber puesto tanto énfasis en un objetivo de crecimiento económico, ha llevado a la deuda a niveles insostenibles. La eficiencia del crédito es muy pobre. En 2015-16, China debió tomar un nuevo crédito de 4 billones de RMB (\$600.000 millones) para aumentar el PIB nominal en 1 billón de RMB (\$150.000 millones). En 2007-2008, China solamente tomó 1.3 billones de RMB (\$169.000 millones) en nuevo crédito para aumentar el PIB en 1 billón de RMB (\$130.000 millones).

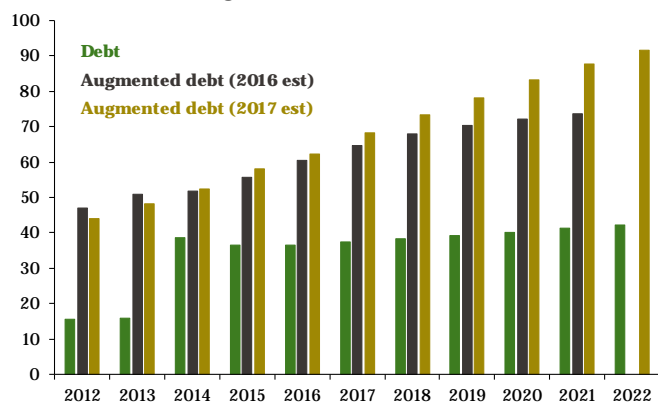
La deuda estratosférica de China

Es ampliamente reconocido que China tiene un problema de deuda. Si bien el endeudamiento del gobierno central es bajo en comparación con otros mercados emergentes, las cifras oficiales no tienen en cuenta todas las deudas, en particular las de los gobiernos locales que se utilizan con un fin fiscal. En 2014, el Fondo Monetario Internacional (FMI) creó un déficit "aumentado" y un cálculo de la deuda que contabiliza el financiamiento obtenido por vías no oficiales en China. En su última estimación, el FMI amplió el perímetro de su aumento

¹ El presidente es el jefe de Estado con una gran oficina ceremonial y poderes limitados. Sin embargo, desde 1993 la presidencia ha sido sostenida simultáneamente por el Secretario General (el líder del Partido Comunista).

del déficit y el cálculo de la deuda, para incluir nuevas vías para financiar unidades cuasi-fiscales. En 2014, China implementó una serie de cambios para que los gobiernos locales dejaran de financiarse en mercados informales y regresaran al circuito oficial del banco central. El endeudamiento de los gobiernos locales en el balance del central aumentó del 0.3% del PIB en 2014, al 2.4% del PIB en 2016. También el gobierno comenzó a incluir un gran stock de deuda de instrumentos de financiamiento de los gobiernos locales en el balance (un 22% del PIB). A pesar de los esfuerzos del gobierno central para lograr transparencia en la financiación, al alentar la reintegración de la deuda de los gobiernos locales al balance del banco central, han surgido nuevos métodos de financiación para los gobiernos locales. El FMI incluye estas nuevas formas de financiamiento en su última estimación del nivel de deuda del gobierno.

China government debt (% GDP)



Source: IMF, ETF Securities, data available as of close 18 August 2017

Mientras tanto, el endeudamiento del sector privado es elevado y no para de crecer. Particularmente el de las empresas estatales (EE). Aunque la proporción de la producción industrial de las empresas estatales ha caído de un 40% de hace 15 años atrás, a un 15-20% actualmente, las empresas estatales representan una proporción desmesurada de la deuda corporativa (alrededor del 57% de la deuda corporativa o el 72% del PIB).

Es probable que el continuo crecimiento del crédito de las empresas estatales amplíe aún más el financiamiento al sector privado y aumente los niveles de morosidad.

Total credit to non-financial sectors



Source: IMF, ETF Securities, data available as of close 18 August 2017

Las empresas públicas necesitan ser controladas, pero la reforma en esta área ha avanzado menos de lo necesario. El gobierno chino ha apuntado a la limpieza de las empresas "zombis" - en particular las empresas estatales - dándoles un menú de opciones de salida. Sin embargo, la falta de detalles sobre la forma en que estas empresas han sido efectivamente liquidadas (o tratadas de otro modo) hace difícil evaluar el progreso. Otras reformas de las empresas estatales incluyen la consolidación de las empresas estatales centrales, la eliminación de sus funciones sociales a los trabajadores, la transferencia de capital estatal a los fondos de seguridad social y la incorporación individual de filiales de empresas estatales. El progreso en estas áreas ha sido mediocre. Por ejemplo, la transferencia de los beneficios de las empresas estatales al presupuesto, ha sido muy inferior al nivel objetivo del 30%.

Amortiguadores financieros

China tiene características atenuantes únicas que pueden ayudarle a lidiar con una caída desordenada del mercado de crédito. Cuenta con una elevada tasa de ahorro de los hogares, un superávit en cuenta corriente, un nivel reducido de deuda externa, grandes reservas internacionales, tipos de interés significativamente superiores al límite cero y un banco central calificado acostumbrado a inyectar liquidez e implementar medidas cuantitativas. Pero estas características no significan que China será completamente inmune. Por lo tanto, es importante mantener y mejorar el programa de reformas, especialmente con respecto a la reducción de la escala de las empresas públicas y la mejora de la eficiencia en la asignación de recursos. Una combinación de todas estas características se requiere para desinflar el globo de la deuda china, en lugar de estallar la burbuja.

¿Podrá un hombre fuerte ayudar u obstaculizar la reforma?

Si Xi Jinping sale victorioso de los acontecimientos políticos de este año y más allá como un hombre fuerte, existe el riesgo a que se dé "más de lo mismo". Rodeado de partidarios, el apetito para desafiar el estatus quo será escaso. Con una base de apoyo que incluye neo-maoístas y una tendencia de creciente desigualdad en China, un respaldo populista podría conducir a China a rechazar la toma de decisiones basadas en el mercado a favor de la ideología comunista que se ha erosionado en los últimos veinte años. Si bien existe una posibilidad extraordinaria de que Xi use sus poderes supremos para acelerar la reforma, es probable que una reforma orientada al mercado aleje a las mismas personas que lo han apoyado y por tanto, creemos que es poco probable que suceda.

EE.UU: récord en la producción de crudo no convencional

Por Nitesh Shah – Estratega de materias primas / nitesh.shah@etfsecurities.com

Resumen

Se espera que la producción de crudo estadounidense alcance un nuevo récord en 2018 a pesar de que los precios están a la mitad de lo que estaban en 2014.

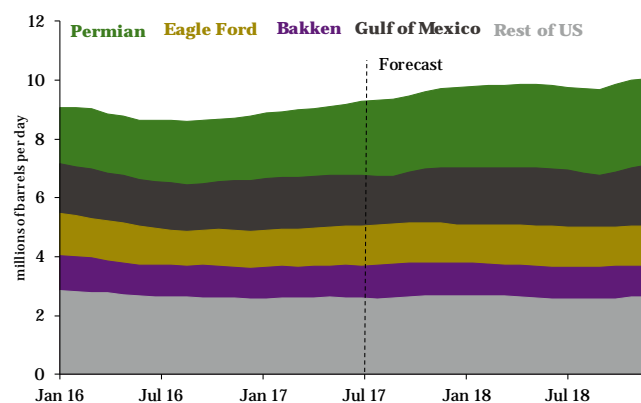
Es probable que la producción de shale oil de la Cuenca del Permiano, un lugar clave, continúe expandiéndose.

Para que se siga expandiendo la producción de crudo off-shore en el Golfo de México, será necesario una mayor inversión; no obstante, es alentador el hecho de que la eficiencia esté mejorando.

La producción de crudo de EE.UU en récords históricos

La producción de crudo estadounidense alcanzará un máximo histórico en 2018 según las previsiones de la Administración de Información Energética (AIE). Con una producción de 9.9 millones de barriles por día (mb/d), la producción de crudo en 2018 superará el nivel máximo alcanzado en 1970 de 9.6mb/d. Eso refleja la solidez del mercado estadounidense y un fracaso de la estrategia de la OPEC para eliminar lo que creían que era una producción de altos costes en 2014 (ver el informe [Guerra energética: la batalla perdida de la OPEC](#)). El motor del crecimiento de la producción en EE.UU se da ampliamente a través del shale oil. Pero mirando en detalles, es principalmente el shale de la cuenca del Permiano que ha estado aumentando la producción de crudo, seguido por la producción de crudo en alta mar en el Golfo de México.

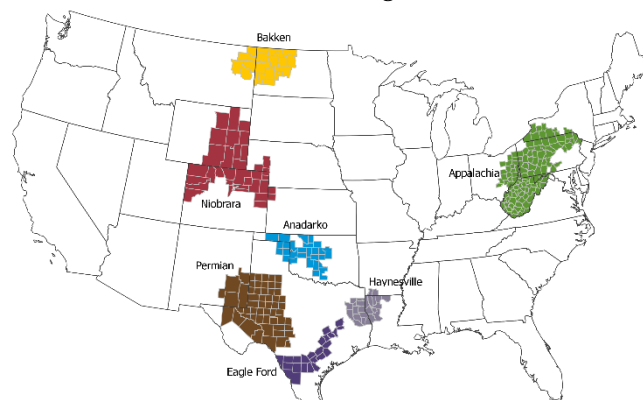
US oil production by region



Predominio del shale oil permiano

Fuera de las principales regiones productoras de shale en EE.UU, la cuenca del Permiano es la más grande y la de más rápido crecimiento. De las 940 plataformas de crudo activas en EE.UU, cerca de 377 están en la Cuenca del Permiano.

US Prolific Drilling Areas

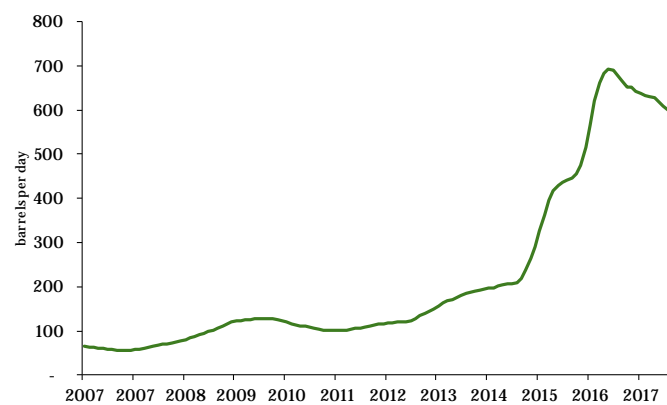


Fuente: EIA Drilling Report, ETF Securities

Estimación de la AIE de la producción por día en miles de barriles para septiembre de 2017

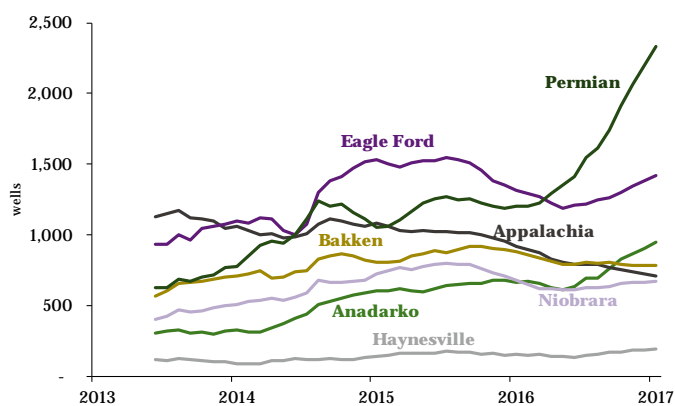
La producción por plataforma - tradicionalmente una medida de eficiencia - parece haber alcanzado su punto máximo en la región del Permiano en julio de 2016. Sin embargo, interpretarlo como una disminución en la eficiencia no sería correcto.

Permian Region production per rig



Muchos operadores del crudo han decidido perforar pero no completar los pozos. Si bien el crudo en estos pozos está prácticamente disponible, intencionalmente no se extrae. Esto distorsiona los datos reales de producción de las plataformas. La razón para no completar estos pozos podría estar ligada a restricciones menores como las del transporte. El descuento con el que el WTI-Midland cotizaba en relación al WTI-Cushing entre enero de 2017 y julio de 2017, podría ser una indicación de esto. Se debe tener en cuenta que el WTI-Midland cotiza ahora por encima del WTI-Cushing, lo que podría indicar que estos problemas de transporte se han atenuado.

Drilled but uncompleted wells



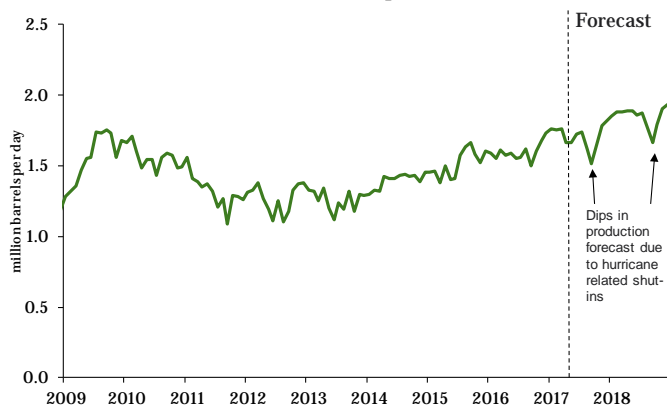
Source: EIA, ETF Securities, data available as of close 21 August 2017

También puede haber un retraso en la terminación debido a un cambio en las estrategias de perforación. La perforación de pernos -la práctica de usar una "almohadilla" para alojar las cabezas de pozo para múltiples pozos perforados- ha aumentado la eficiencia de la perforación en muchos pozos de shale. La adopción de esta técnica lleva un retraso de dos años en la cuenca del Permiano en comparación con otras obras importantes. Los tiempos de terminación pueden ser más lentos que en el pasado, porque se están perforando múltiples pozos antes de que se complete. A medida que la terminación se acelere, es probable que aumente la producción de crudo por plataforma.

La producción del Golfo de México

La producción de crudo en el Golfo de México es principalmente off-shore. Por más que la mayor parte de la capacidad de producción de EE.UU se centra principalmente en el shale oil, la producción de crudo en EE.UU ha crecido rápidamente a pesar de la debilidad de los precios que vemos desde 2014. La producción de crudo del Golfo de México ya había alcanzado un récord en 2016, superando el máximo anterior de 2009.

Gulf of Mexico oil production



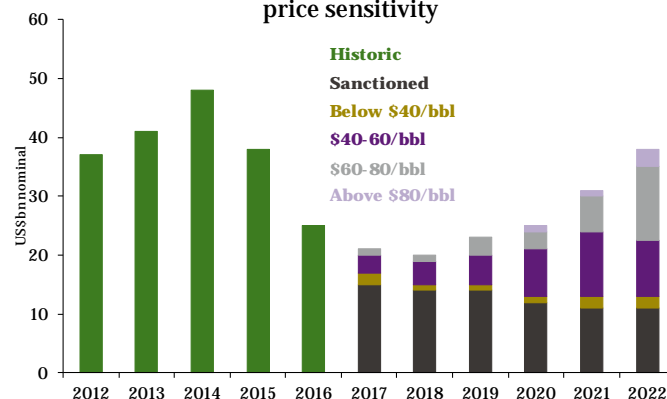
Source: EIA, ETF Securities, data available as of close 21 August 2017

Aunque el shale oil puede ser muy sensible a los precios (las plataformas se pueden activar y desactivar en cuestión de semanas en respuesta a los cambios de precio), el petróleo off-shore tiene un ciclo de inversión mucho más largo y por lo tanto es menos sensible a los precios. Una gran proporción del crecimiento de la producción en los últimos tres años provino de proyectos sancionados antes de la caída de los precios. En 2016, se activaron ocho proyectos en el Golfo de México y otros siete se activarán a finales de 2018. Según las proyecciones de la AIE, la producción media en el Golfo de México aumentará de los 1.6mb/d de 2016, a los 1.7 mb/d en 2017 y 1.9 mb/d en 2018.

El crecimiento continuo de esta fuente requerirá inversiones adicionales. Basado en el análisis de *Rystad* de la sensibilidad

de las inversiones al precio, es probable que se produzca una inversión en las plataformas off-shore, pero a un nivel más moderado. Creemos que el crudo se negociará en un rango entre los \$40 y \$55 por barril durante el próximo año.

US and Mexico offshore investments, by oil price sensitivity

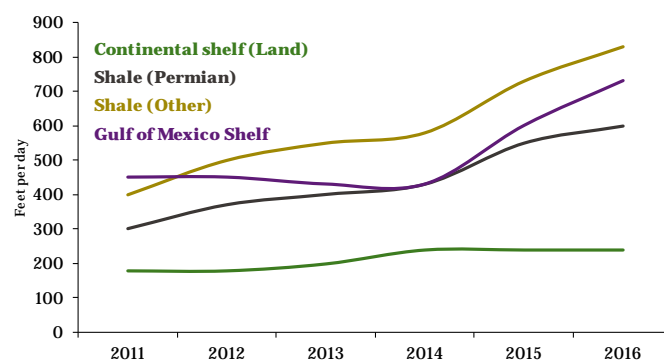


Source: Rystad, ETF Securities, data available as of close 22 August 2017

Sin embargo, al igual que el shale oil extraído en tierra, la eficiencia de la producción de crudo off-shore está aumentando. La reducción de costes, la estandarización y la simplificación también han beneficiado al crudo off-shore. Según *Wood Mackenzie*, los costes globales del proyecto en alta mar han caído más del 20% desde 2014. Según su análisis, algunas compañías petroleras del Golfo de México han bajado los costes de equilibrio de \$ 70/bbl a \$50/bbl.

El metraje medio de operativa diaria por plataforma ha aumentado rápidamente en el Golfo de México. Parte de eso es debido a la alta clasificación (se accede primero a la parte donde es más fácil extraer el crudo). Sin embargo, la disciplina de costes y la mejora de la tecnología continuarán mejorando la eficiencia.

Drilled footage per rig-day by year



Source: Rystad Energy, ETF Securities, data available as of close 22 August 2017

Ratio of total footage to total drilling days (including time from spud to total depth)

Por más que el crudo offshore del Golfo de México y el shale oil de la Cuenca del Permiano hayan sido el motor del crecimiento de la producción estadounidense desde la caída de precios iniciada en 2014, la Cuenca Permiana es la que tiene más posibilidades de crecimiento después de 2018. La producción de los proyectos ya sancionados generará un aumento de la producción del Golfo de México, lo que contribuirá fuertemente a la producción récord esperada para 2018. Es probable que los cambios estructurales en las técnicas de perforación, sean los causantes de la caída de la producción por plataforma en la Cuenca del Permiano, lo que creemos que será una tendencia que irá atenuándose.

Materias primas vs productores: una comparación a fondo

Por James Butterfill y contribuciones del equipo – Jefe de investigación & estrategia de inversión / research@etfsecurities.com

Resumen

Los precios de las materias primas han superado a los precios de sus respectivos productores con una menor volatilidad.

Históricamente, las materias primas han sido menos sensibles a los factores de renta variable y una mejor fuente de diversificación.

La reducción de la oferta y los gastos de capital pueden beneficiar a las materias primas en detrimento de los productores.

Las materias primas son inversiones alternativas claves que pueden ofrecer beneficios de diversificación en las asignaciones de cartera y mejorar la experiencia total de la inversión. Los inversores continúan divididos respecto al modo de exponerse a esta clase de activo: algunos se inclinan por la exposición directa a través de futuros sobre materias primas o indirectamente a través de acciones de las empresas productoras de estas materias primas.

Precio y rendimiento: el debate continuo

Gran parte del pesimismo que los inversores han mantenido sobre las materias primas en los últimos años, se ha debido al desempeño negativo que han tenido. No obstante, si se contempla un horizonte temporal mayor, se observa que las materias primas han ofrecido un retorno ajustado por riesgo positivo durante las últimas dos décadas, tanto a través de los precios de los futuros como de las acciones de los productores mundiales.

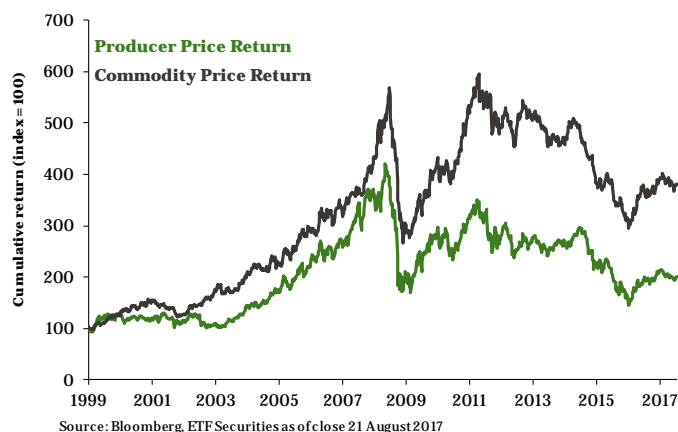
Históricamente, la inversión en materias primas y en empresas productoras ha generado rendimientos totales ajustados al riesgo positivos

Total Return Measures (as of 7/21/17)	MSCI ACWI Commodity Producers Index	MSCI World Commodity Producers Index	Bloom berg Com m odity Index (BCOM)	Bloom berg Com m odity Index 3 Month Forward
Cumulative Return	208.14%	191.13%	49.41%	216.51%
Annualized Return	6.23%	5.91%	2.18%	6.38%
Annualized Volatility	23.16%	22.93%	16.29%	15.06%
Equity Correlation (S&P 500)	0.70	0.69	0.29	0.31
Bond Correlation (Barclays Agg)	-0.13	-0.14	-0.07	-0.07
Commodity Price Correlation	0.62	0.61	0.98	0.97

Fuente: Bloomberg, ETF Securities. Datos del periodo 31/12/98-21/07/17. Sólo con fines ilustrativos. Ver información importante para más detalles.

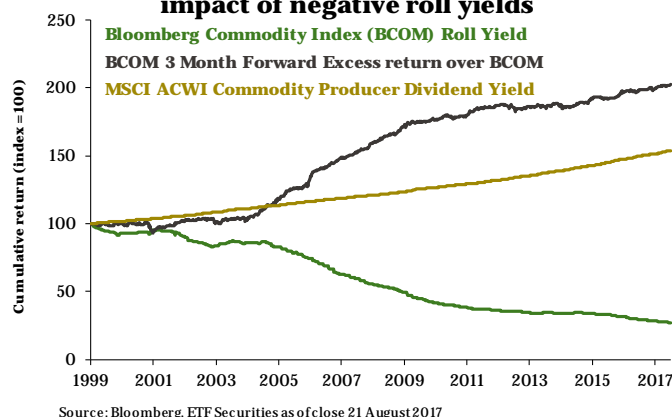
Durante este periodo, una inversión en acciones de empresas productoras de materias primas (~ 6,2%) tuvo un desempeño mayor al de las materias primas subyacentes (~ 2,2%), en una base de retorno total de alrededor de 400 puntos básicos. Este rendimiento ha sido un 42% más volátil en comparación a las materias primas, así como una mayor correlación con el valor de las acciones. Este resultado, sin embargo, no es un reflejo de un rendimiento rezagado de las materias primas en relación a lo producido por las empresas.

Commodity prices outperform



De hecho, en términos de precio *spot*, el desempeño de las materias primas ampliamente supera al de las empresas productoras. Aunque las materias primas carecen de los flujos de caja que cuentan las empresas productoras, la verdadera fuente de bajo rendimiento proviene del momento en que se rolan los futuros sobre materias primas a un nuevo contrato de mayor precio al vencimiento (el contango). Este rendimiento negativo del rolo es bastante significativo en el tiempo en relación con los dividendos positivos proporcionados por las acciones de las empresas productoras de las materias primas.

Longer dated contracts can reduce impact of negative roll yields



La selección de contratos de materias primas a un plazo más extenso puede ayudar a generar un rendimiento positivo para los inversores. Históricamente, el rendimiento de los índices de materias primas a más largo plazo ha generado un rendimiento total más alto que el de las empresas productoras de materias primas (6.38% frente a 6.23%), así como una menor volatilidad que dichas empresas y los índices de materias primas estándar.

Las materias primas como fuente de diversificación

Más allá del desempeño, los inversores deben evaluar los beneficios de la diversificación y la administración del riesgo que las materias primas conllevan al momento de ser asignadas

en la cartera. En esta categoría, las materias primas ofrecen varias ventajas en comparación a las acciones de los productores.

Comenzando con una cartera de riesgo moderado (60% de acciones/40% de bonos), la asignación adicional de un 10% sea de materias primas o acciones de los productores de materias primas, puede ayudar a reducir las pérdidas flotantes de la cartera y mejorar la eficiencia, reflejándose en una mejor relación *Sharpe*. Tanto los títulos de las empresas productoras de materias primas como los futuros sobre materias primas a más largo plazo, podrían elevar los rendimientos de la cartera a 5.3%, en comparación con el rendimiento del 4.9% que genera una cartera que tiene asignado el *Bloomberg Commodity Index* (BCOM). Sin embargo, dado que la exposición a las empresas productoras representan una inversión en renta variable, la volatilidad total de la cartera y el beta aumentan. En cambio en una asignación de materias primas, estas dos últimas variables se reducen considerablemente, lo que hace que sean más eficientes al momento de gestionar los riesgos.

Stock/Bond portfolio:	Without commodities	w / Commodity Producers	w / BCOM Index	w / BCOM 3M Fwd
Commodity Allocation	0%	10%	10%	10%
Annualized Portfolio Return	5.07%	5.30%	4.90%	5.31%
Annualized Portfolio Volatility	9.14%	9.30%	8.51%	8.50%
Correlation to 60/40 Portfolio	1.00	0.99	0.98	0.99
Beta to 60/40 Portfolio	1.00	1.01	0.92	0.92
Maximum Draw down	-35%	-34%	-33%	-32%
Sharpe Ratio	0.34	0.36	0.35	0.40
Commodity Risk Contribution	n/a	18.67%	11.53%	11.16%

Fuente: Bloomberg, ETF Securities. Los retornos de la cartera y las volatilidades están calculadas en términos anualizados. Datos del periodo 31/12/98-31/12/16. Sólo con fines ilustrativos. Ver información importante para más detalles

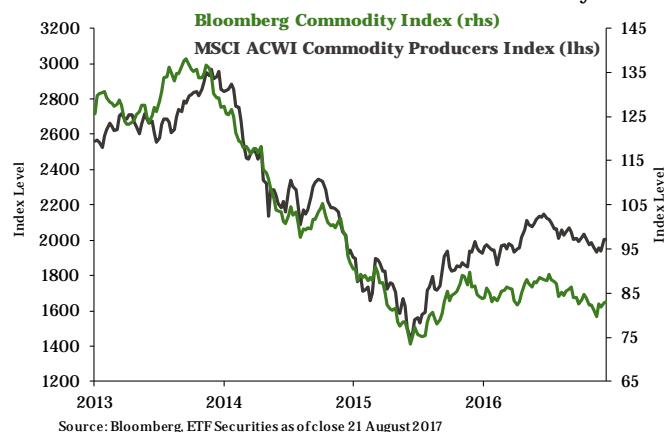
Otra variable que demuestra los beneficios de diversificación de las materias primas sobre las acciones de las empresas productoras, es la menor propensión a generar volatilidad en la totalidad de la cartera. Los factores fundamentales que inciden en los precios de las materias primas ayudan a neutralizar los factores inherentes que afectan a la valorización de los títulos de las empresas productoras. Es por ello que muchas materias primas son un instrumento de diversificación eficiente al tener un riesgo sobre el total de la cartera significativamente menor (11.5% vs 18.7%).

Perspectivas: las valoraciones relativas y los recortes de producción podrían seguir favoreciendo los precios de las materias primas

La recuperación actual de las materias primas ha sido hasta ahora menos pronunciada que la de las acciones de sus productores, las cuales se han beneficiado del aumento de la subida de los índices de renta variable y del aumento de los márgenes de beneficios a través de la reducción de los costes y la cancelación de pasivos.

De todos modos, las materias primas pueden seguir valorizándose debido a la continua reducción de la oferta como producto de varios años de sobreproducción y oferta excesiva. Además, si bien la disminución de los gastos de capital ha aumentado la rentabilidad de las empresas productoras a corto plazo, su rentabilidad a largo plazo podría verse afectada en caso de que no hayan capitalizado lo suficiente la oferta excedentaria ni invertido sobre nueva tecnología.

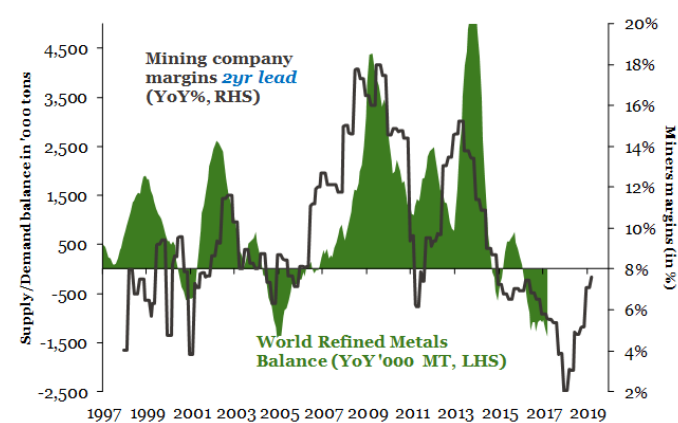
Commodities have run to run in recent rally



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

Este impacto sobre los costes de las empresas productoras, es particularmente frecuente dentro del subsector de metales en donde no se han realizado inversiones durante los últimos cuatro años. Como resultado, esto ha comenzado a dañar la oferta para el próximo año.

Miners Margins vs Supply/Demand



Source: Bloomberg, ETF Securities as of close 5 July 2017

En foco: el oro vs las mineras de oro

Aunque invertir en empresas productoras de oro es una opción válida, son una inversión en acciones y no en el oro en sí y por consiguiente, no debe ser visto como un sustituto perfecto. Se debe considerar a las acciones de las empresas productoras de oro como un instrumento de asignación de cartera distinto. Esto permitirá beneficiarse de las características únicas de inversión y gestión de riesgo que ofrece el oro.

Las acciones de las mineras de oro son una variable muy poco eficiente para fijar las asignaciones al oro porque sus valoraciones dependen de la competencia dentro del sector y de otros factores que van más allá del mero precio del oro. Al momento de analizar su valoración, no solamente se considera la rentabilidad, los costes operativos, la salud financiera y de otros riesgos específicos de la empresa, sino además sus perspectivas de crecimiento y las perspectivas de la industria.

El oro tiene un probado historial de apreciación en momentos de caídas bursátiles. Acumula una rentabilidad media del 7% desde 1987, cuando el S&P cayó más de un 10%. Sin embargo, los valores las mineras de oro, son menos eficientes al momento de protegerse contra las grandes caídas bursátiles. El *Philadelphia Stock Exchange Gold & Silver Index*², el cual cubre de manera amplia a las mineras de oro, registró una pérdida media de -7,2%, mostrando una reducida protección a las caídas.

² Philadelphia Stock Exchange Gold & Silver Index (XAU) es un índice ponderado por capitalización compuesto por empresas que participan en la industria minera de oro y plata.

Una mirada a la logística de la automatización

Por Jeremie Capron – Director de investigación de ROBO Global / jeremie.capron@roboglobal.com

Resumen

El auge del comercio electrónico agrava los principales retos laborales a los que se enfrenta la industria logística mundial de \$5 billones y genera una enorme tensión sobre las cadenas de suministro.

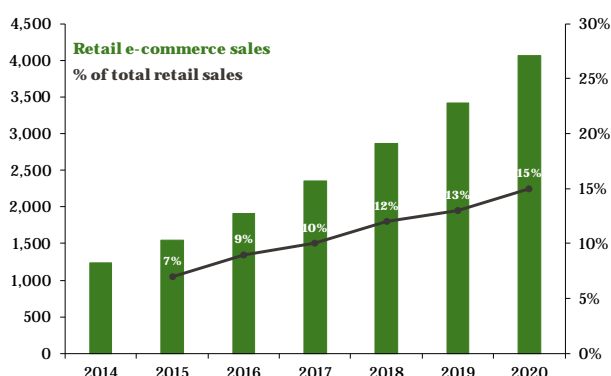
La industria minorista tradicional de \$22 billones está atravesando una importante transición, ya que se esfuerza por responder al aumento del comercio electrónico.

Estimamos que el mercado de la automatización del almacenamiento y la logística vale hoy más de \$40 mil millones y vemos un gran potencial de crecimiento anual tanto a altas tasas de un dígito como a bajas tasas de dos dígitos.

En *ROBO Global*, creemos que desde la perspectiva de un inversor, la logística es una de las aplicaciones más prometedoras para la Robótica, Automatización e Inteligencia Artificial (RAAI, por sus siglas en inglés). Hoy en día, todos realizamos compras en línea con envío y los inversores en gran parte entienden que el comercio electrónico está todavía en fase de pañales. Sin embargo, los inversores aún no son conscientes del muy fuerte empujón que provocarán, en la evolución del comercio electrónico, la logística y el papel clave desempeñado por las tecnologías RAAI.

El comercio minorista online ha crecido en más de un 20% anual en los últimos años para llegar a casi \$2 billones³ en 2016 y presenta las perspectivas de duplicarse a \$4 billones para el 2020, mientras que la participación de las ventas online sigue aumentando. De hecho, el comercio electrónico ya representa el 18% de las ventas minoristas en China.

Global e-commerce sales (US\$bn)

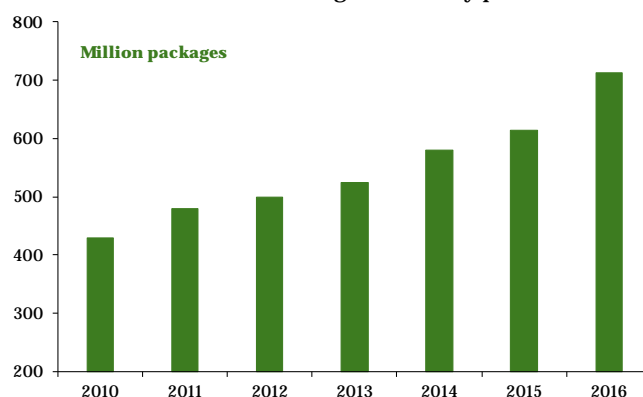


Source: eMarketer, August 2016

Este auge en el comercio electrónico agrava los principales retos laborales a los que se enfrenta la industria logística global de \$5 billones y genera enormes tensiones en las cadenas de suministro, desde el transporte de mercancías hasta el transporte de pasajeros. Las empresas de entrega de paquetería

y servicios postales de todo el mundo luchan cada vez más para satisfacer los volúmenes que aumentan rápidamente y controlar los costes. La *United Postal Services* sorprendió a los mercados cuando presentó una perspectiva de beneficios desalentadora para 2017 y se comprometió a incrementar las inversiones de capital por la mega cifra de \$1.000 millones o un 33% para automatizar más instalaciones de clasificación de paquetes y abrir nuevos centros de distribución⁴ después de un aumento del 25% en 2016.

UPS deliveries during the holiday period



Source: UPS, ROBO Global, ETF Securities, data available as of close 23 August 2017

Más recientemente, UPS anunció⁵ un recargo de entrega por los pedidos del *Black Friday* y Navidad para recuperar los aumentos en los costes de mano de obra y de infraestructura durante los periodos de mayor actividad.

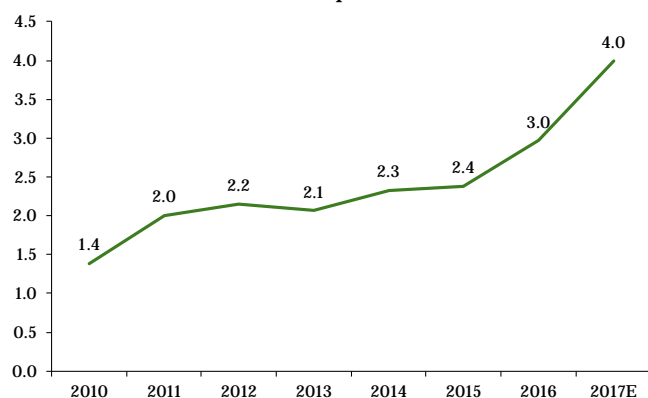
Mientras tanto, la industria minorista tradicional de \$22 billones está experimentando una importante transición, ya que se esfuerza por responder al aumento del comercio electrónico, los medios sociales y el cambio impulsado por la movilidad en el comportamiento de compra de los consumidores. La tendencia abrumadora hoy en día es la comercialización omnidireccional, que busca integrar los canales físicos y digitales para ofrecer una experiencia unificada al cliente y satisfacer la demanda de cada canal (tienda web, ERP, punto de venta, centro de llamadas, aplicación móvil, etc.). Todos los minoristas tradicionales están en el proceso de actualizar sus operaciones de cadena de suministro para proporcionar una mejor visibilidad del inventario y ofrecer una experiencia de alto nivel al consumidor.

⁴ UPS, 31 de enero en la publicación de resultados

⁵ <https://www.wsj.com/articles/ups-to-add-delivery-surcharges-for-black-friday-christmas-orders-1497883509>

³ E-marketer

UPS annual capex in US\$bn



Source: UPS, ROBO Global, ETF Securities, data available as of close 23 August 2017

La realidad es que la RAAI se ha convertido en un factor clave del éxito en el comercio electrónico y está a punto de generar un gran impacto en el mundo de la logística. Abarcando desde robots automáticos autónomos y sistemas de almacenamiento automático, hasta tecnologías de seguimiento y rastreo y software de cadena de suministro avanzado, es revolucionaria, dado que permite una distribución cada vez más rápida, segura, sin errores y un tiempo de comercialización más corto.

Amazon está liderando el cambio. Hoy en día decenas de millones de miembros *Prime* disfrutan del envío rápido, gratuito e ilimitado en más de 30 millones de artículos⁶ e incluso dos horas de entrega en decenas de miles de artículos en ciertas ciudades. Aunque *Prime* le ha costado a *Amazon* millones, por no decir miles de millones de dólares a lo largo de años, finalmente ha logrado la sustentabilidad en la escala y la automatización. Ahora es el punto de referencia de facto, estableciendo las expectativas de los consumidores en términos de rendimiento de envío a un nivel muy alto para toda la industria. *Prime* no sería viable sin aprovechar los avances de vanguardia en la tecnología RAAI. Hace cinco años, *Amazon* realizó un audaz movimiento de \$ 775 millones para adquirir *Kiva Systems*, que fue pionera en un enfoque revolucionario para el cumplimiento de pedidos mediante el uso de robots móviles autónomos para la automatización de almacenes. Los robots *Kiva* navegan de manera autónoma alrededor del almacén, moviendo dinámicamente los estantes almacenados de los artículos ordenados a los empacadores para cumplir los pedidos, en una robusta danza robótica coreografiada con un software de control de vanguardia. Con la tecnología *Kiva* confinada a los almacenes de *Amazon* desde 2015, muchas compañías se han esforzado por llenar el vacío y ahora estamos viendo una proliferación de sistemas móviles robóticos con varios grados de autonomía, percepción de lenguaje, visión de máquina y capacidades de aprendizaje de máquina. *Amazon* aumentó la apuesta una vez más con la intención de adquirir *Whole Foods Market*. Creemos que marcará un punto de inflexión en el mercado de comestibles online de EEUU, que se mantiene en su infancia al abarcar apenas el 2% de las ventas totales.

Los robots móviles autónomos son sólo la punta del iceberg. En cuanto a la automatización del proceso de la ejecución de órdenes por sí solo, existe una amplia gama de opciones disponibles hoy en día, desde el software de gestión de almacenes y etiquetado RFID, hasta soluciones mecanizadas tales como transportadores y máquinas automáticas de embalaje y etiquetado, robótica industrial y almacenamiento de alta densidad. En el extremo superior, las soluciones totalmente automatizadas pueden costar más de \$ 40 millones.

Sin embargo, sólo el 5% de los casi 17.000 almacenes de los Estados Unidos están automatizados, según *St Onge*. Estimamos que el mercado de la automatización de almacenes y

logística tiene hoy un valor de más de \$40.000 millones y vemos un gran potencial de crecimiento anual tanto a altas tasas de un dígito como a bajas tasas de dos dígitos. La innovación y la aceleración de las fusiones y adquisiciones apuntan a una industria en rápida transformación. En los últimos tres años solamente, 4 de las empresas *top-10* en la automatización logística han sido adquiridas.

Para más información, le invitamos a descargar [*Una mirada a la logística de la automatización*](#), nuestro informe de investigación de julio de 2017 acerca de la evolución y oportunidad que representa el sector de la automatización de la logística.

⁶ <https://www.amazon.com/p/feature/zh395rdnqt6b8ea>

La computación cuántica: la apocalipsis de la ciber-seguridad

Por James Butterfill – Jefe de investigación & estrategia de inversión/ james.butterfill@etfsecurities.com

Resumen

Las computadoras cuánticas representan una creciente amenaza para la seguridad en internet ya que podrían generar importantes perjuicios económicos.

La encriptación es crucial para las transacciones online, las contraseñas, las monedas digitales, los automóviles, los dispositivos médicos, el uso militar, los negocios y prácticamente cualquier cosa que requiera seguridad.

Si la computación cuántica se escala como se espera, entonces estaremos en una carrera contra el tiempo para implementar la criptografía post-cuántica antes de que los ordenadores cuánticos lleguen.

La forma más común de seguridad para todas las cosas basadas en internet es la encriptación de 256 bits, pero ¿qué significa realmente eso? El cifrado es esencialmente una clave numérica de longitud fija para ayudar a verificar la integridad de un mensaje, crucial para las transacciones online, las contraseñas, las divisas digitales, los automóviles, los dispositivos médicos, el uso militar, las empresas y prácticamente todo lo que requiere seguridad o privacidad en un dispositivo eléctrico. Dado un uso tan amplio en mega organizaciones, cualquier vulnerabilidad expuesta por la computación cuántica podría tener consecuencias económicas perjudiciales a gran escala.

Lo difícil de romper la encriptación

Si bien los algoritmos de cifrado de hoy en día, como los utilizados para las transacciones online, pueden romperse, su seguridad se deriva de los largos períodos de tiempo que se necesitan para hacerlo. Usando el llamado método de fuerza bruta, donde una computadora ordinaria pasa por todas las claves posibles hasta que se encuentra la correcta, es una tarea desalentadora. Por ejemplo, la encriptación de 128 bits tiene 340 variantes de sextillones (36 ceros). Para poner eso en contexto, una computadora que podría probar 1 billón de llaves por segundo tomaría 10.79 quintillones de años⁷, es decir, 785 millones de veces la edad actualmente aceptada del universo. El cifrado de 128 bits solía ser el estándar, pero durante el furor de WikiLeaks en 2013, se hizo evidente que las agencias de servicios secretos supuestamente eran capaces de romper variantes de estos códigos. Como resultado, se ha producido una migración hacia el cifrado de 256 bits.

Key size	Possible combinations
1-bit	2
2-bit	4
4-bit	16
8-bit	256
16-bit	65536
32-bit	4.2×10^9
56-bit (DES)	7.2×10^{16}
64-bit	1.8×10^{19}
128-bit (AES)	3.4×10^{38}
192-bit (AES)	6.2×10^{57}
256-bit (AES)	1.1×10^{77}

Alternativas imprácticas

Existen alternativas conocidas al ataque de fuerza bruta. El criptoanálisis acústico emplea un método de escuchar un procesador de computadora con un micrófono. Utilizando este método, los analistas fueron capaces de romper niveles muy altos de cifrado. Algunos estándares de encriptación de 256 bits, como el AES, pueden ser hackeados en cinco minutos usando una antena que mide la potencia de salida de la computadora encriptada. Sin embargo, estas técnicas no son prácticas debido a la necesidad de que el equipo de medición esté muy cerca del ordenador que realiza el trabajo de cifrado. Curiosamente, la mayoría de los métodos actuales de craqueo implican escuchar o interceptar las señales hechas durante el proceso de cifrado.

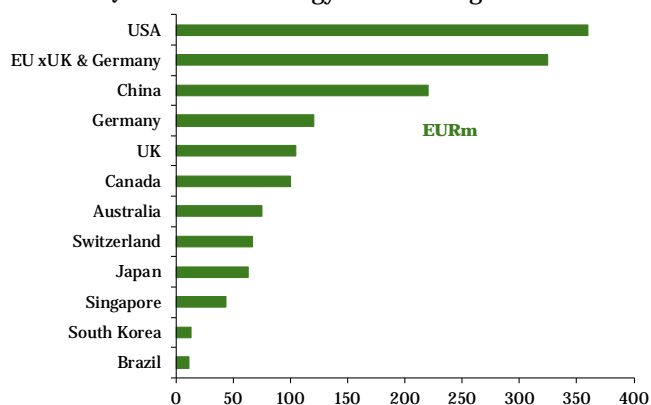
Las computadoras cuánticas cambiarán todo

Aunque la impracticabilidad de los métodos de craqueo es la razón por la cual estas formas de hacking afortunadamente no son prolíficas, esto puede estar a punto de cambiar en los próximos cinco a diez años. Las computadoras cuánticas son diferentes a las computadoras tradicionales, ya que sus mejoras no consisten en un aumento en la velocidad de reloj, sino en una reducción astronómica en el número de pasos necesarios para realizar ciertos cálculos. Utilizan esencialmente las propiedades de la mecánica cuántica para investigar patrones dentro de un gran número, haciendo que el cifrado actual sea muy vulnerable. Todas las formas de encriptación de clave pública, más comúnmente utilizadas en transacciones diarias de dispositivos electrónicos, podrían ser teóricamente descifradas por ordenadores cuánticos en cuestión de segundos, utilizando el algoritmo de Shor o Grover⁸.

⁷ Computerworld.com

⁸ Post-quantum cryptography – dealing with the fallout of physics success, Bernstein & Lange

Quantum technology annual budget 2015



Source: Netherlands Government, ETF Securities, data available as of close 10 August

Si bien sólo las administraciones públicas que utilicen el cifrado simétrico mucho más seguro quedarán protegidas de la computación cuántica, esto requiere que las claves se entreguen con seguridad a cada sitio involucrado en la comunicación, con mensajeros llevando maletines cerrados, por lo que no es una solución práctica para la seguridad diaria.

Name	Function	pre-quantum security level	post-quantum security level
<i>Symmetric cryptography</i>			
AES-128	block cipher	128	64
AES-256	block-cipher	256	128
Salsa20	stream cipher	256	12
GMAC	MAC	128	128
Poly1305	MAC	128	128
SHA-256	hash function	256	128
SHA-3	hash function	256	128
<i>Public-key cryptography</i>			
RSA-3072	encryption	128	broken
RSA-3072	signature	128	broken
DH-3072	key exchange	128	broken
DSA-3072	signature	128	broken
256-bit ECDH	key exchange	128	broken
256-bit ECDSA	signature	128	broken

Source: University of Illinois, Bernstein & Lange

¿Cuándo arribará la computación cuántica?

Las puertas cuánticas experimentales actuales, como las computadoras *Google* e *IBM*, precursoras de un ordenador cuántico total, procesan "qubits", el cual es una unidad de información en una computadora cuántica. Estos qubits no son actualmente muy potentes y carecen de fiabilidad. Si bien por cada millón de qubits procesados, sólo 1 qubit es confiable en la actualidad, esto mejorará con el tiempo, al igual que los procesadores informáticos actuales al procesar bits. Es muy difícil estimar cuánto tiempo pasará antes de que haya suficiente potencia de procesamiento para romper el cifrado, ya que no hay una tecnología que defina los procesadores cuánticos.

Los experimentalistas están utilizando cuatro tecnologías en la actualidad, la óptica cuántica, el ion atrapado, la resonancia magnética nuclear y los superconductores. Cada tecnología, según el Dr. Renato Renner, jefe de la teoría de la información cuántica en ETH Zurich, tiene un diverso potencial para su poder de proceso. El Dr. Renner estima conservadoramente que un ordenador de energía confiable de 1 millón de qubits requerido para romper el cifrado, será desarrollado dentro de veinte años.

Es difícil decir lo realista que es esto. El Dr. François

Weissbaum, científico criptográfico del Departamento de Defensa de Suiza, estima que un verdadero ordenador cuántico basado en la tecnología existente, requeriría la energía de toda una central nuclear. A pesar de que se han hecho proyecciones similares para los procesadores de ordenadores existentes en las primeras etapas de su desarrollo, con la mejora de la tecnología se han vuelto mucho más eficientes en el consumo de energía.

Una solución pos-cuántica

Existen algoritmos pos-cuánticos desarrollados que abordan el riesgo que plantean los ordenadores cuánticos para la seguridad y algunos de estos enfoques han estado en desarrollo durante muchos años. Si bien la criptografía basada en celosía, el análisis multivariado y la criptografía basada en resúmenes (hashes) son ejemplos de ello, éstos típicamente implican algún tipo de desafío, ya sean costes más altos, mayor poder de procesamiento o mayor tráfico de red. Algunos sistemas de cifrado post-cuánticos propuestos aumentarían los tamaños de clave de unos pocos miles de bits a 1 millón de bits⁹. El aumento de la potencia de procesamiento y del tráfico de red podría obstaculizar en extremo la potencia de procesamiento de los dispositivos móviles y en consecuencia, en la duración de la batería.

Las organizaciones deben actuar ahora

Si la computación cuántica se escala como se espera, entonces estamos en una carrera contra el tiempo para desplegar la criptografía post-cuántica antes de que los ordenadores cuánticos lleguen. Veinte años parece suficiente tiempo para estar preparado. Sin embargo, se estima que se necesitarían al menos diez años para modificar la infraestructura criptográfica existente. Esto implica la modificación de todos los sistemas existentes que utilizan la criptografía de clave pública, que incluye la mayoría de los dispositivos electrónicos que se conectan a Internet. Ya estamos empezando a ver las iniciativas empleadas por el ETSI (Instituto Europeo de Normas de Telecomunicaciones, por sus siglas en inglés) que están tratando de estandarizar el enfoque de la criptografía post-cuántica. Habrá que desarrollar otras iniciativas para modificar los dispositivos conectados existentes, desarrollar la arquitectura de nuevos dispositivos y software de seguridad cuántica. En la actualidad, los ordenadores cuánticos plantean una creciente amenaza a la seguridad de internet, pudiendo ser en términos económicos muy perjudiciales para las organizaciones que no comiencen a actuar ahora para mitigar los riesgos. La inversión necesaria para actualizar los sistemas, representa una oportunidad potencial para los inversores.

⁹ Introducción a la criptografía pos-cuántica, Bernstein

¿Pueden las cripto o las divisas digitales influir la política monetaria?

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

Resumen

El amplio uso de las criptodivisas tiene el potencial de perjudicar la ejecución y el objetivo de la política monetaria.

Es improbable que las criptodivisas influyan sobre la política monetaria debido a que para ser adoptadas, enfrentan barreras claves como su alcance y volatilidad.

Digitales vs Cripto

Las monedas digitales han existido desde que las computadoras permitieron el almacenamiento electrónico de saldos de cuentas online. Una moneda digital puede ser ampliamente definida como dinero almacenado en forma electrónica que puede ser utilizado para hacer y recibir pagos. Las criptodivisas son un fenómeno mucho más reciente, siendo el Bitcoin el más reconocido. Una criptodivisa es un derivado de la moneda digital en donde las técnicas de cifrado son utilizadas para regular la creación y transferencia de unidades monetarias. La capitalización bursátil de las criptodivisas ha alcanzado los \$1.300 millones al cierre de julio de 2017, según el sitio web www.coinmarketcap.com, el cual está segmentado entre unas 1000 divisas. De esta forma, si bien su uso está creciendo rápidamente, ¿pueden considerarse dinero?

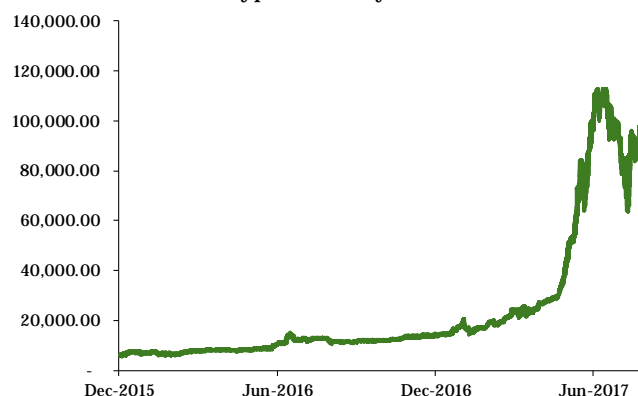
¿Es dinero?

La respuesta corta es no. Para ser considerada como divisa, una forma de dinero (es decir, monedas digitales) debe usarse como una unidad de cuenta, un almacén de valor y un medio de intercambio. Las criptodivisas se utilizan como instrumento de almacenaje de valor (aunque con una volatilidad significativamente mayor que las monedas tradicionales), pero en general no cumplen con los otros dos criterios. Dado que su alcance es sin duda un problema, es poco probable que las criptodivisas influyan sobre la política monetaria en un futuro inmediato.

Las criptodivisas no tienen un valor intrínseco. Aunque su oferta sea limitada -Bitcoin y otras criptodivisas-, los inversores las operan principalmente especulando a que se valoricen a futuro y no en base a su capacidad de comprar otros bienes y servicios (aunque la oferta de utilizar otras monedas nuevas está aumentando).

Como medio de intercambio, las criptodivisas se utilizan sólo en una medida limitada para comprar bienes y servicios. Adicionalmente, las compras también son generalmente transferidas de nuevo a monedas soberanas, como el dólar o el euro. Es por ello que las criptodivisas no se utilizan para fines contables y por lo tanto no satisfacen la característica de unidad de cuenta.

Cryptocurrency AUM (USD)



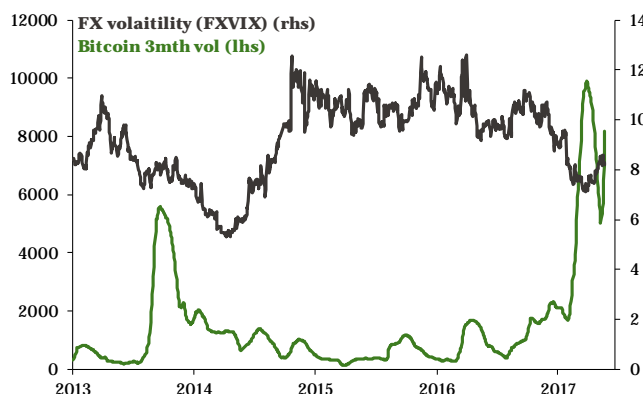
Source: coinmarketcap, ETF Securities, data available as of close 10 August 2017

Carecen de confianza, pero no de volatilidad

La volatilidad es un obstáculo para la aceptación universal de las criptodivisas y para que puedan obtener un amplio seguimiento y ser utilizadas como instrumentos de pago y liquidación de transacciones, como una unidad de cuenta y como una reserva de valor. Dado que las divisas digitales muestran una volatilidad extrema, su poder adquisitivo cambia constantemente.

La estabilidad de precios es crítica para que las monedas sean un medio de intercambio de confianza: si una canasta particular de bienes cuesta 100 libras hoy y 50 libras en una semana, entonces esto desincentiva su adopción generalizada. Si el valor de la divisa digital está cayendo, impulsa a los consumidores a deshacerse de ella lo más rápido posible y si aumenta, a acumularla.

Bitcoin extremely volatile



Source: Bloomberg, ETF Securities, data available as of close 21 August 2017

Sus efectos sobre la política monetaria

A diferencia de los sistemas de pagos soberanos y otras divisas digitales, la innovación del sistema de compensación distribuido (que fue desarrollado para Bitcoin, por el cual las transacciones son registradas y verificadas por un grupo descentralizado de participantes de la red llamados mineros), hace que las monedas digitales no necesiten un tercero de confianza para intercambiar y liquidar las transacciones entre las contrapartes independientes. Las criptodivisas, a través de su naturaleza descentralizada, evitan los canales monetarios normales. De esta manera, la política monetaria se vería socavada si la escala de uso se expandiera y desafiara a las monedas de referencia mundial como medio de pago. Además, las criptodivisas son globales, exacerbando el problema potencial, porque su uso pasa por alto las jurisdicciones soberanas (y del banco central). En este caso la política monetaria tendría que ser coordinada a nivel mundial para tener un impacto en un mundo dominado por las criptodivisas.

Otro problema que las criptodivisas tienen, es lo poco que pueden respaldar a la política monetaria debido a que su oferta es muy limitada. Si no se tiene la capacidad de manipular la oferta de dinero, entonces se pueden crear dos problemas cuando se disminuye la oferta de estas divisas en el intento de apilarlas. En un mundo de flexibilización cuantitativa, un suministro fijo de dinero (digital) es claramente un impedimento para la transmisión efectiva de dicha política. Además, la reducción de la oferta monetaria puede conducir a la deflación mediante la reducción de la demanda.

Las divisas digitales de los bancos centrales

En momentos de una crisis financiera, es poco probable que una estructura descentralizada digital genere confianza, ya que no hay una sola institución detrás del valor de la divisa digital. Las criptodivisas tienen una red de distribución descentralizada y a diferencia de las monedas de referencia mundial o un banco central que emita moneda digital, no hay una contraparte de confianza que, en esencia, garantice el respaldo de la moneda. De hecho, las recientes "bifurcaciones duras" en Bitcoin y Ethereum resaltan la incertidumbre del valor de una criptomoneda.

Una moneda digital emitida por una autoridad central (lo que va claramente contra la esencia del aumento de la popularidad de las criptodivisas), pero utilizando una estructura de distribución, podría reducir el número de intermediarios y mejorar la eficacia y eficiencia de la política monetaria de varias maneras. En primer lugar, las transacciones serían verificables de forma independiente y sin dudas, aumentaría la transparencia. En segundo lugar, al liquidarse las divisas por fuera de una sola entidad, se ahorraría tiempo y costes. Es importante destacar que, al proveer los fondos directamente a los consumidores y las empresas, la transmisión de la política sería más directa, esencialmente pasando por alto el sistema bancario.

El BCE hace énfasis sobre dos aspectos de la remuneración. El tipo de interés de la moneda digital podría influir en la demanda. Si el banco central pagara el interés sobre depósito (para muchos éste es negativo en la actualidad) disuadiría el uso de la moneda y motivaría a mantener los depósitos en bancos normales que generalmente no cobran tipos de interés negativos. Si el banco central fijara el interés sobre depósito en un 0% (en lugar de un interés negativo), esto también podría causar inconvenientes. Los bancos en este caso podrían establecer filiales no bancarias que mantendrían la moneda digital en el banco central sin coste alguno, socavando así los efectos de la política monetaria.

En resumen...

Muchos bancos centrales importantes, entre ellos el Banco de Inglaterra, el Banco de Canadá y el Banco Central Europeo, han probado o considerado la capacidad de utilizar monedas digitales y distribuir la tecnología de la compensación en el ámbito de la política monetaria. Dado su elevada volatilidad y la falta de uso generalizado, las criptodivisas (o monedas digitales) no afectarán la política monetaria de manera significativa.

Si bien un banco central que emita moneda digital tiene el potencial de hacer la política monetaria más eficaz, existen muchos obstáculos a superar en términos de la estructura para la fijación de precios y la distribución.

A hacer paso a los Millennials

Por James Butterfill y contribuciones del equipo – Jefe de investigación & estrategia de inversión / research@etfsecurities.com

Resumen

Es probable que la concentración de los Millennials en el mundo desarrollado reoriente el crecimiento global hacia estas economías.

Los obstáculos que han enfrentado los Millennials en EE.UU. han provocado un cambio en el comportamiento financiero y de consumo.

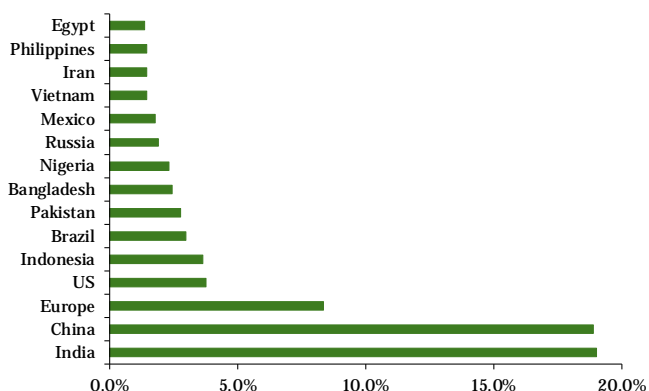
Los Millennials y los Baby Boomers pueden crear un motor de crecimiento capaz de impactar sobre diferentes sectores.

La mayoría Millennial

Los Millennials, considerados aquellos nacidos entre 1982 y 2000, son un grupo difícil de definir con muy diferentes puntos de partida, hábitos de gasto y objetivos financieros que las generaciones anteriores. Sin embargo, una generalidad acerca de esta generación es clara: su tamaño.

El número de Millennials estimado a nivel mundial oscila entre los 1.700 millones a 2.000 millones de individuos o más, lo que hace que sean un factor fundamental para las futuras tendencias económicas mundiales. Sin embargo, la gran mayoría de esta población se encuentra fuera del mundo desarrollado.

Top 15 Largest Millennial Populations



Source: Bloomberg, ETF Securities as of close 22 August 2017

De acuerdo con los datos de las Naciones Unidas de 2015, aproximadamente el 86% de los Millennials viven en el mundo en vías de desarrollo, en donde China e India representan más de un tercio de este grupo demográfico. Es probable que las poblaciones jóvenes y la necesidad de sacarle un mejor provecho al consumo, creen un telón de fondo propicio para el crecimiento de los mercados fronterizos y emergentes a medida que los Millennials continúen envejeciendo.

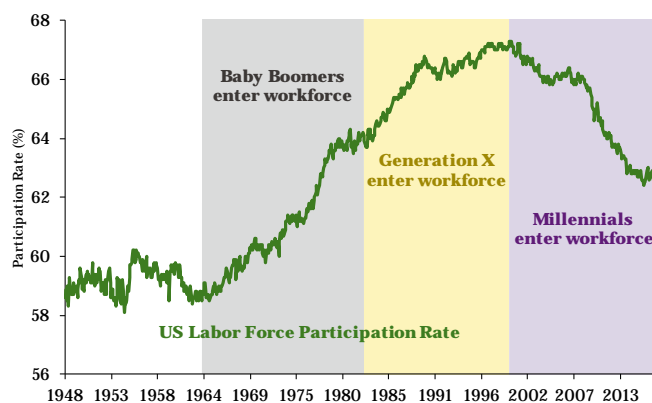
Dentro de las economías desarrolladas, los Millennials también se han expandido y ahora superan a la generación de los Baby Boomers (nacidos entre 1946 y 1964). Este cambio de generación es particularmente dominante en EE.UU., el cual hospeda a 84 millones de Millennials contra los 75 millones de Baby Boomers.

Millennials: un punto de inicio más bajo

Los Millennials de EEUU han hecho frente a obstáculos económicos significativos incluyendo dos recesiones y la creciente competencia laboral que proviene de la globalización y la tecnología. Esto ha retrasado su entrada en el mercado laboral, comprobándose en una tasa de participación estructuralmente más baja.

Este retraso también ha coincidido con las jubilaciones que les toca cobrar a los Baby Boomers, quienes a partir de 2011 deben alcanzar la edad de 65 años en 2011 para retirarse. Estas tendencias han contribuido a una menor productividad y frenado el crecimiento de la economía estadounidense en general, siendo a su vez una tendencia indicativa de otras economías desarrolladas.

Millennials enter labor market as Boomers exit



Source: Bloomberg, ETF Securities as of close 22 August 2017

Las menores oportunidades de trabajo ha obligado a los Millennials a satisfacer sus necesidades con menores ingresos iniciales en los últimos años. De hecho en 2013, los trabajadores de 25 a 34 años que financiaron su título universitario, ganaron aproximadamente el mismo ingreso medio que sus pares en 1989 sin tal grado (véase el cuadro 1).

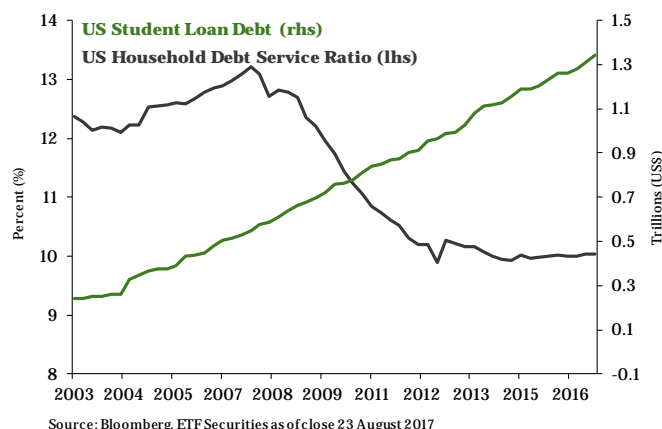
Tabla 1: menor ingreso medio de los Millennials con mayor nivel educativo que las generaciones previas

De los 25 a 34 años	1989	2013	Variación porcentual
Título no financiado	\$75,422	\$61,886	-18%
Título financiado	\$67,880	\$50,727	-25%
Sin título	\$49,024	\$36,523	-25%

Fuente: "Measuring Generational Declines between Baby Boomers & Millennials", Young Invincibles, Enero de 2017. Ajustado a la cotización del USD de 2013.

Otro golpe crítico que reduce el gasto discrecional de los Millennials, es la deuda de los préstamos estudiantiles. La formación universitaria de los Millennials está muy apalancada. En marzo de 2017, los préstamos estudiantiles estadounidenses ascendieron a los \$ 1.4 billones a pesar de que la tasa total de cumplimiento del pago de la deuda de los hogares estadounidenses, cayó después de la crisis crediticia de 2007.

Burden from Student Loans Continues to Grow



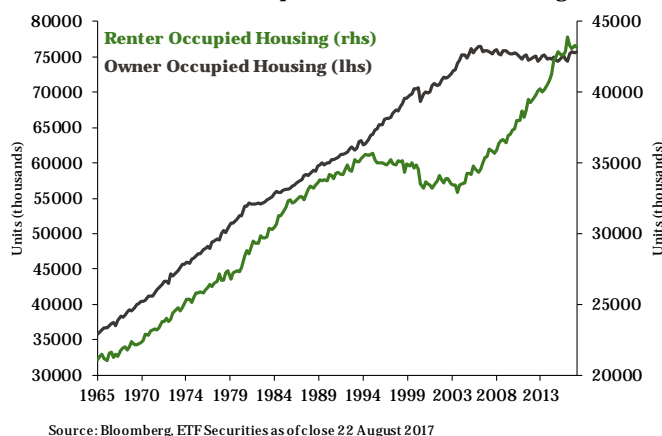
De acuerdo con una encuesta de *PricewaterhouseCoopers* de 2015, el 80% de los Millennials con educación universitaria ha contraído al menos una deuda a largo plazo y más de la mitad de los Millennials está preocupado por su capacidad para pagar el préstamo estudiantil tomado.

Lidiando a través de la distorsión

En respuesta a estas dificultades financieras a corto plazo, los Millennials han cambiado sus hábitos y preferencias de consumo. La evolución de las economías hacia una estructura de gastos más compartidos y a un consumo más distorsivo (proveniente fundamentalmente del sector tecnológico), puede considerarse una respuesta a estos nuevos presupuestos.

Generalmente los Millennials ponen más énfasis en compartir activos en comparación a poseerlos individualmente. Esta tendencia está afectando a los viajes y las industrias automotrices y en gran medida ha redefinido el mercado de la vivienda de EE.UU. Desde el año 2000 y a medida que los primeros Millennials comenzaron a alcanzar la edad adulta, el aumento los alquileres de vivienda ha superado con creces al de la vivienda ocupada por los propietarios.

Homeownership slows in favor of renting



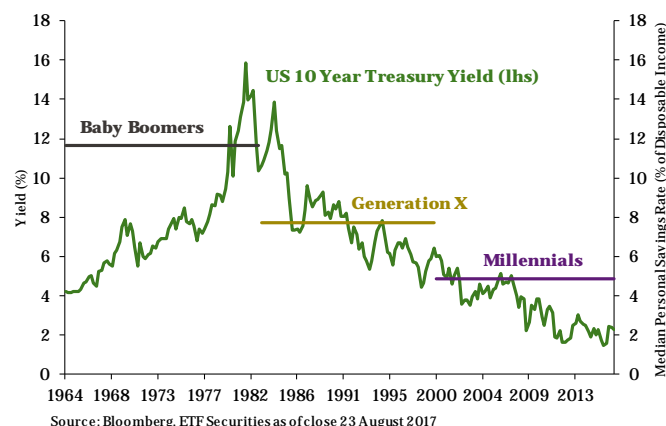
Si bien la seguridad financiera era sinónimo de propiedad de vivienda, las preferencias de los Millennials condicionadas por las restricciones financieras han moldeado y cambiado la dinámica de la demanda del mercado inmobiliario.

Una generación de ahorristas

Los Millennials se caracterizan por estar centrados en la libertad financiera y menos preocupados por la jubilación. Esto se refleja en una mayor tasa de ahorro en comparación con las

generaciones anteriores. Sin embargo, esta tasa de ahorro por encima de la media se produce en un período de bajísimos niveles de ahorro personal por parte los hogares en EE.UU. Además, los Millennials están en desventaja por tener que lidiar con la caída de los intereses a mínimos históricos.

Low rates spark generational gap in savings

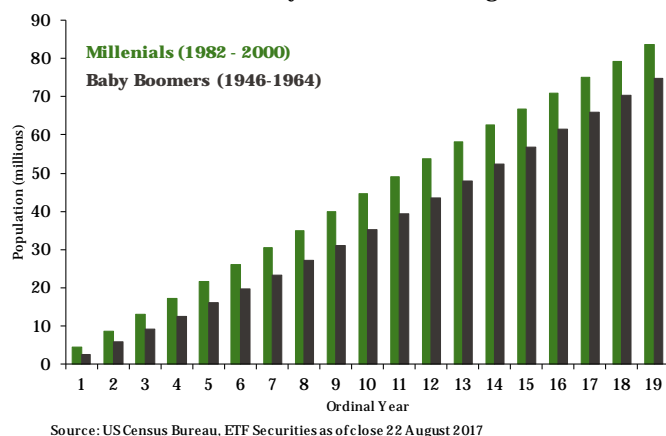


Millennials & Boomers: la economía de pesas

Aunque el nivel demográfico de los Millennials los ha puesto en el centro de atención, vienen con puntos de partida, hábitos de gasto y metas financieras muy diferentes a las generaciones anteriores.

Creemos que las perspectivas para los Millennials están sólo retrasadas, no disuadidas. Es probable que los Millennials obtengan beneficios económicos debido a que todavía no han alcanzado su pico de rédito. Actualmente están más enfocados en ahorrar y menos enfocados en el gasto alimentado por la deuda, característico de otras generaciones.

Millennials & Baby Boomers Driving Growth



Además, no se debe dejar a un costado el impacto económico en curso de otros grupos etarios, en particular el de los Baby Boomers. Como grupo es probable que sean redituables debido a un mayor nivel de longevidad, una mayor demanda de los servicios de atención de salud, de viajes y gastos de ocio a medida que atraviesan la etapa jubilatoria.

Cómo invertir en una economía de bajo consumo de carbón

Por Edith Southammakosane – Estratega Multi-Asset / edith.southammakosane@etfsecurities.com

Resumen

La transición de los combustibles fósiles a la energía limpia ha estado ocurriendo durante muchos años en el sector de la electricidad y también ha comenzado en el sector del transporte.

Los incentivos financieros y las políticas ambientales han sido los principales contribuyentes en la reducción de las emisiones de dióxido de carbono. Para apoyar eficientemente el acuerdo de París, es necesario que los precios del carbón suban más.

Desde 2001, una cartera con un 10% en acciones de energía alternativa supera el rendimiento del índice de referencia en un 1% y mejora la relación Sharpe en un 3.75%, a 0.49.

Una manera de luchar contra las emisiones de gases del efecto invernadero (GEI), es poner un coste sobre el dióxido de carbono (CO₂) e incentivar a las empresas e individuos a considerar las cuestiones ambientales en su plan de inversión. Combinado con políticas ambientales internacionales y regionales más ambiciosas, la transición de los combustibles fósiles a la economía de bajo carbono podría acelerarse en la próxima década. En esta nota se analizan las diferentes opciones disponibles para que los inversores puedan beneficiarse de esta potencial transición hacia una economía de bajo consumo de carbono.

Un poco de contexto

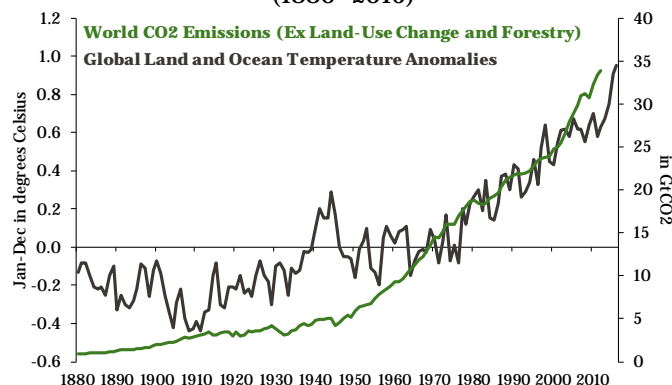
El Protocolo de Kioto se aprobó en 1997 durante la tercera conferencia de las partes (COP3, por sus siglas en inglés) y se ratificó en 2005. Durante el primer compromiso fijado (2008-2012), los miembros tenían objetivos vinculantes sobre seis gases de efecto invernadero basados en sus respectivos niveles de 1990. Los países desarrollados se vieron sometidos a una mayor presión debido a sus responsabilidades históricas en el calentamiento global. En 2012, en la COP en Doha se realizaron enmiendas al protocolo estableciéndose un segundo compromiso. Sin embargo, la enmienda de Doha nunca entró en vigor, ya que sólo 66 estados la firmaron sobre los 144 requeridos. Esto llevó a la adopción del acuerdo de París en 2015 y su aplicación en agosto de 2017.

A diferencia del Protocolo de Kyoto, el acuerdo de París no es vinculante, sino más ambicioso. Cada miembro es libre de establecer su propio objetivo siempre y cuando vaya más allá de los objetivos previamente establecidos. Cada uno de ellos presentará en 2018 su plan de Contribuciones Nacionalmente Determinadas (CND) en la COP24, para posteriormente ser revisado cada cinco años. El acuerdo tiene como objetivo permitir un aumento de la temperatura global por encima de los niveles preindustriales pero por debajo del límite anterior de 2°C, a un máximo de 1,5°C.

Mientras tanto, las emisiones totales de CO₂ en 2012 fueron un 56% mayores a las de 1990, según el Instituto de Recursos Mundiales. Asimismo la temperatura media mundial aumentó

1,08° entre 1880 y 2016, considerándose que el período preindustrial es anterior a 1800.

Global warming and carbon emissions
(1880 -2016)



Source: World Resources Institute, NOAA, ETF Securities

La Agencia Internacional de Energía (AIE) estima que las emisiones de carbono deberían alcanzar un máximo en 2030 si los gobiernos y las entidades locales se adhieren al acuerdo de París. Sin embargo, el ascenso del populismo constituye una amenaza para el acuerdo.

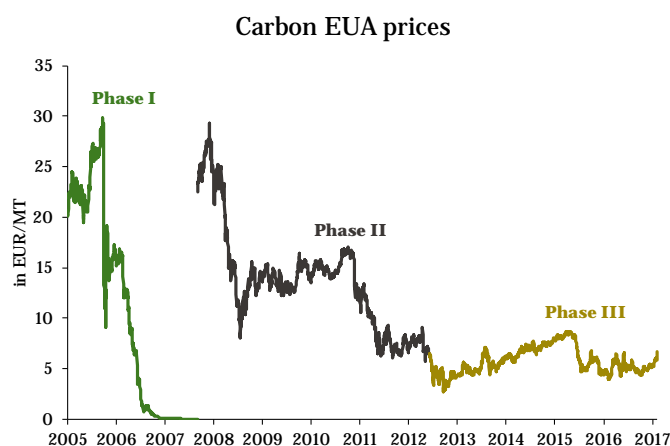
La ineficiencia del mercado del carbono

Los Estados miembros tienen la posibilidad de elegir entre tres mecanismos definidos en el Protocolo de Kioto: el mecanismo para un desarrollo limpio (MDL), una aplicación conjunta (AC) y un sistema de comercio de derechos de emisión (SCDE). El MDL permite a los países desarrollados compensar sus emisiones invirtiendo en proyectos de reducción de emisiones en países en desarrollo mientras que la AC permite que las inversiones en países desarrollados generen créditos de emisión para el mismo país u otro país desarrollado. Un SCDE, por otra parte, es una iniciativa basada en el mercado que permite la creación de un mercado para el carbono con el precio de un permiso determinado por la oferta y la demanda.

Los SCDE son la opción más popular para cumplir con los requisitos internacionales. De acuerdo con el Informe de Precios de Carbono de 2017 del Banco Mundial, el número de iniciativas de fijación de precios de carbono aumentó de 2 en 1990 a 40 en 2016, cubriendo el 14.6% de las emisiones mundiales de los GEI y siendo el SCDE de la UE el mayor de todos. Con el lanzamiento del SCDE de China, se prevé que el número total de iniciativas de fijación de precios del carbono cubra el 22% de las emisiones mundiales de los GEI para finales de 2017. Si todas las partes se adhieran a su CND, se podría llegar al 58%. En esta etapa, se podría considerar una iniciativa internacional integrada.

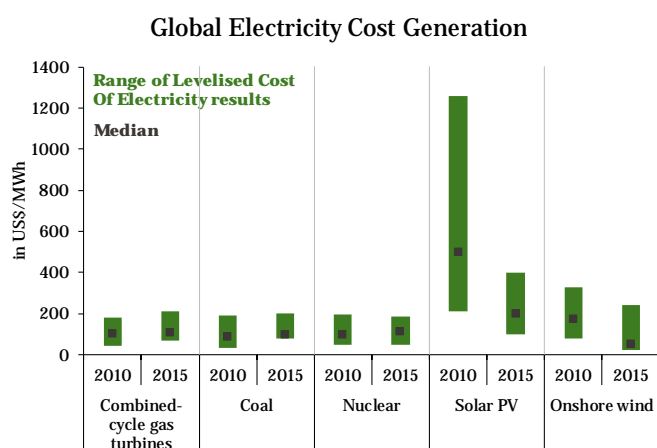
Sin embargo, el 90% de todos los derechos de emisión de carbono en el actual régimen se fijan en menos de 30 euros por tonelada, lo que representa el coste medioambiental mínimo de una tonelada de CO₂ estimado por la Organización de Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE). Los errores iniciales combinados con la introducción de las políticas ambientales y la crisis financiera mundial, han generado un persistente pesimismo en el mercado del carbono. El precio de

los derechos de emisión de carbono en el SCDE de la UE, ha estado disminuyendo continuamente desde su lanzamiento en 2005.



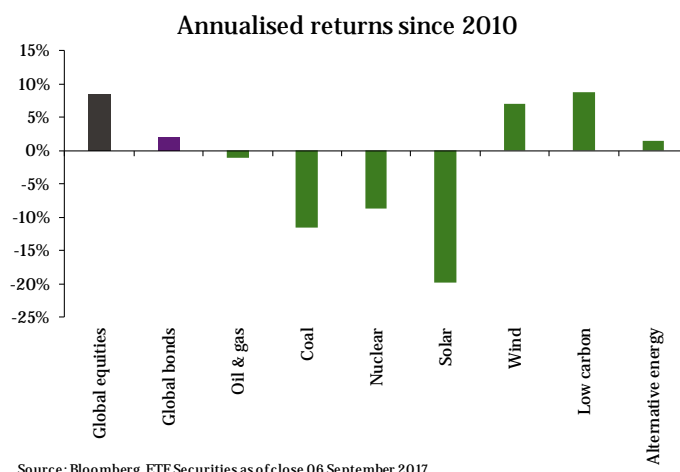
Un impulso a las energías alternativas

Mientras tanto, las mejoras tecnológicas han ayudado a reducir el coste nivelado de la electricidad (CNE), haciendo que las fuentes alternativas de energía costosas previas, sean ahora asequibles y económicamente viables en comparación con las fuentes más tradicionales.



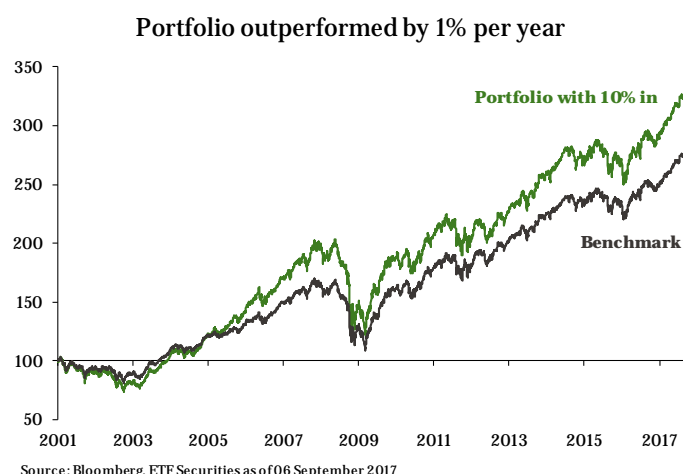
La mayoría de los índices expuestos al sector han sido lanzados en la última década y tienden a tener una alta correlación con los índices de renta variable global como el índice MSCI AC World. El gráfico siguiente muestra que los índices de viento y de bajo carbono son los de mejor desempeño, mientras que las compañías solares continúan teniendo dificultades a pesar de la caída del coste de producción.

Los índices de energía alternativa, renovable o limpia suelen proporcionar exposición a los productores de energía solar, eólica, hidráulica y de biomasa. Los índices bajos en carbono seleccionan compañías basadas en sus calificaciones ESG y asignan una mayor ponderación a empresas con mayor tasa ambiental. Los índices libres de combustibles fósiles excluyen a las compañías de los índices de referencia que poseen reservas de combustibles fósiles.



La energía alternativa en una cartera

Aunque el índice de energía alternativa tiene el rendimiento más bajo, la inclusión de un 10% en acciones del sector de energías alternativas a una cartera compuesta por un 60% de acciones globales y 40% de bonos globales, supera al desempeño del índice de referencia en una media anual del 1% desde 2011.



La cartera es más volátil que el índice de referencia, pero tiene una mayor proporción de Sharpe y se recupera más rápido al pico anterior.

	Benchmark (60/40)	Portfolio (55/35/10)	Global equities	Global bonds	Alternative energy
Volatility	9.1%	10.9%	15.9%	4.1%	23.7%
Annual returns	6.1%	7.1%	5.0%	4.7%	4.5%
Max drawdown	-10.6%	-13.1%	-19.2%	-6.7%	-30.7%
Max recovery	0.9	0.8	1.2	1.1	2.0
Beta	1.0	1.19	1.71	0.01	2.01
Correlation to benchmark	1.0	0.99	0.98	0.01	0.77
Tracking error	0.0%	2.3%	7.1%	9.9%	17.6%
Sharpe	0.47	0.49	0.20	0.72	0.12
Information ratio		0.47	-0.15	-0.13	-0.09

*Basado en los datos mensuales del USD desde el 1° de enero de 2000 al 31 de julio de 2017. La volatilidad y los retornos son anualizados. El Max Drawdown se define como la pérdida máxima desde un pico de valoración a un a un suelo basado en el desempeño pasado de la cartera. La Max Recovery es la cantidad de años que le lleva a la cartera recuperar sus valor desde dicho suelo al pico anterior. El interés libre de riesgo es del 0.3% (una combinación simulada de la IMF UK Deposit Rate y la Libor 1Yr cash yield). Fuente: ETF Securities, Bloomberg.

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