

LOS ETPS SOBRE MATERIAS PRIMAS ESTÁN EXPUESTOS A LOS FUTUROS, NO AL PRECIO SPOT. ¿POR QUÉ IMPORTA ESTO?

Mayo 2020

La rentabilidad de un producto cotizado (ETP) está íntimamente relacionada a la rentabilidad de su índice subyacente. A su vez, la rentabilidad del índice subyacente está íntimamente relacionada a la rentabilidad del activo subyacente. Por lo tanto, es crucial comprender qué es este activo subyacente.

¿Qué es el seguimiento de un ETP sobre materia prima?

Cuando un comprador y un vendedor acuerdan intercambiar de inmediato la propiedad de un producto a cambio de un precio, el precio acordado se denominará **precio al contado (spot)** y tenderá a representar el valor de la materia prima en la actualidad. Un **precio de Futuros**, por otro lado, especifica el precio preestablecido al cual la materia prima subyacente de un **contrato de Futuros**, se intercambiará entre un comprador y un vendedor a un momento establecido en el futuro, llamado **"vencimiento del contrato"**, **"vencimiento de futuros"** o simplemente **"vencimiento"** de los Futuros. Dado que los futuros se negocian en bolsa, la dinámica de oferta y demanda de precios de los futuros podría ser diferente a la del spot.

Los ETPs cortos y apalancados de WisdomTree, están diseñados para permitir a los inversores obtener una exposición corta o apalancada a una inversión de retorno total en futuros. Esto se hace generalmente mediante el seguimiento de un rendimiento colateral y:

- + un índice de exceso de rendimiento, el cual está relacionado directamente a los futuros
- + o directamente a una cesta dada de contratos futuros

Para garantizar una exposición continua a los precios de futuros y evitar la entrega física de la materia prima, los futuros relevantes deben renovarse regularmente. Esto es lo que se llama "rolar". En los ETPs de WisdomTree, el "rolaje" se realiza bajo estrictas reglas definidas por la metodología del índice o el Folleto: El calendario de rolo.

Por lo tanto, el activo subyacente del ETP NO es el **precio Spot**, sino que es el **Contrato de futuros sobre materias primas correspondiente**. De esta forma, lo que es importante saber no es solamente la materia prima, sino más bien el futuro específico al cual el ETP está expuesto.

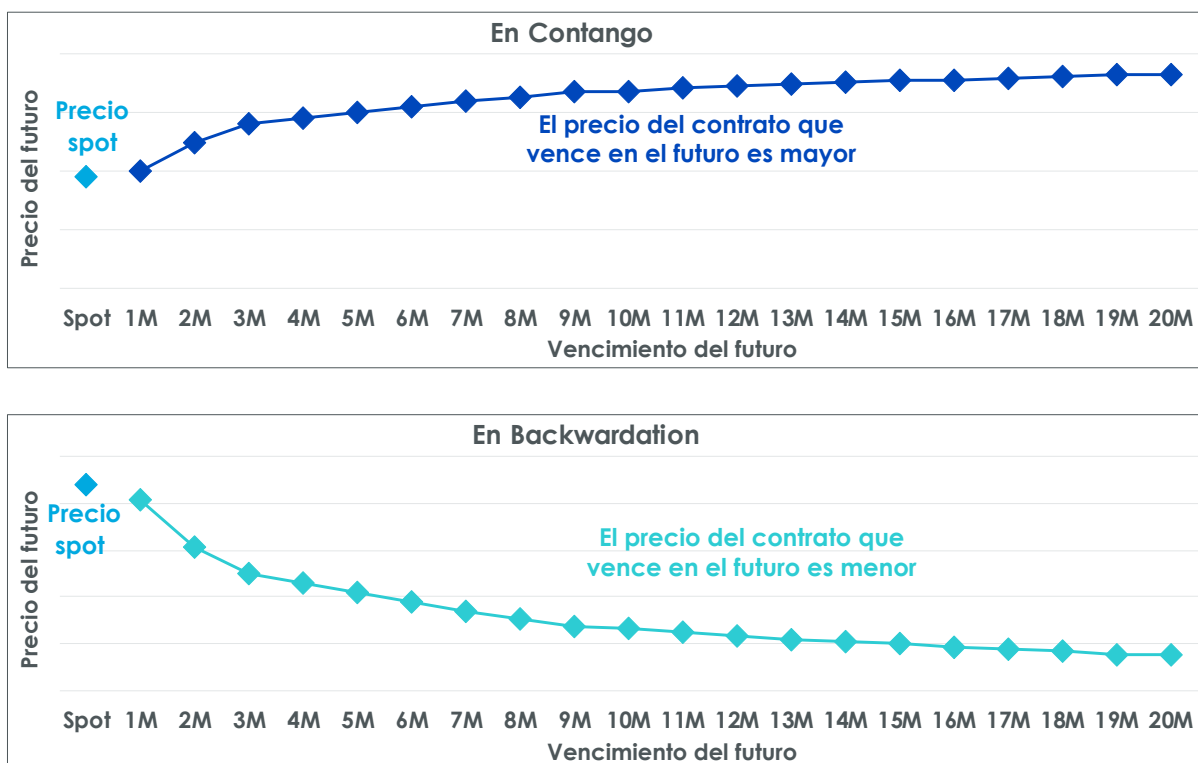
¿Por qué el ETP no hace el seguimiento del precio spot de la materia prima en sí misma?

Porque, en términos generales, es muy difícil exponerse al precio spot de una materia prima. Comprar materias primas directamente no es simple. Las materias primas en sí mismas no son homogéneas y por lo tanto, no tienen un precio. Una inversión en materias primas físicas implicaría su entrega (por ejemplo, barriles de crudo), realizar su custodia (por ejemplo, mantener el oro en bóvedas), mantenerla en buen estado (por ejemplo, el ganado da a luz y corre el riesgo de enfermarse), incurrir en una depreciación (por ejemplo, los granos son perecederos), asegurarlo, etc. Los futuros están diseñados para resolver todos estos inconvenientes, ya que se puede optar por evitar la entrega. Y de esta forma, es cómo la mayoría de los inversores invierten en materias primas.

¿Cómo impacta el referenciar el precio de un futuro en la rentabilidad que el inversor obtiene?

Los futuros se pueden comprar para un conjunto de vencimientos diferentes. Es posible, por ejemplo, comprar crudo con entrega en el próximo mes, en seis meses, en un año, etc. A la recopilación de los precios de futuros para contratos disponibles de diferentes vencimientos, se la denomina **curva de futuros** o estructura de plazos de futuros. Esto se puede trazar en un gráfico que representa el vencimiento y el precio de cada futuro (ver Gráfico 1).

GRÁFICO 1: UN EJEMPLO DE LA CURVA DE FUTUROS EN CONTANGO Y BACKWARDATION



Aunque el conjunto de futuros disponibles para cada producto varía, el concepto general es el mismo.

Se dice que una materia prima está en contango cuando el precio de futuro distante es más alto que el precio de un futuro más cercano y se dice que está en backwardation (retroceso) cuando el precio de un futuro distante es más bajo que el precio de un futuro de vencimiento más cercano.

La forma de la curva de futuros es muy importante para los inversores de ETPs, ya que depende de ella el rendimiento del futuro que es el activo subyacente del ETP. La rentabilidad total del ETP está relacionada con los siguientes cuatro elementos:

- + **La rentabilidad spot:** es el movimiento del precio spot de la materia prima física.
- + **El rolo:** es el rendimiento generado por el hecho de "rolar" (o renovar) un futuro al siguiente contrato para asegurarse una exposición continua a los precios de los futuros y evitando la entrega física y el vencimiento del contrato. El rolo es principalmente impactado por la forma de la curva de los futuros y el modo en que varía a lo largo del tiempo.

El rolo puede resultar en una pérdida o beneficio para el inversor. En ciertos escenarios de mercado, el rolo puede generar grandes pérdidas para los inversores que no están relacionadas con las variaciones del precio spot.

- + **El rendimiento colateral:** el interés ganado sobre el valor efectivo de la inversión.
- + **Las comisiones & costes** asociados a la inversión en un ETP.

En otras palabras, la rentabilidad de un ETP no solamente está relacionada a la variación del precio spot de la materia prima, sino también al rolo (o roll yield) del futuro preciso al cual el ETP está expuesto. Para los ETPs Cortos & Apalancados, el impacto de la rentabilidad spot y del rolo sobre el ETP, se multiplicarían por el Factor de Apalancamiento para cada período recomendado de tenencia (por ejemplo: 1 día). Por ejemplo, cada día, la rentabilidad de un ETP de apalancamiento 3x, sería de 3 veces la rentabilidad spot y 3 veces el rolo.

También es muy importante comprender que la curva de Futuros y su forma, siempre están evolucionando. La curva de futuros es un equilibrio de mercado que depende de muchos parámetros, como por ejemplo:

- + el coste de transportar y almacenar la materia prima física
- + la demanda esperada de la materia prima física en un momento dado en el futuro (pensar en la demanda de combustible para calefacción en invierno y en verano)
- + el suministro esperado de la materia prima física

Estos parámetros cambian con el tiempo y pueden hacerlo drásticamente de un minuto al siguiente. Cuando la forma de la curva cambia, los precios de todos los futuros que la forman también varían (aunque el precio spot no varíe), lo que afecta directamente al rendimiento de un ETP con exposición a ese futuro.

¿Cuánto puede llegar a ser el impacto del rolo?

En Contango

Una materia prima estará en contango cuando se espera que haya un coste neto por poseer la materia prima subyacente, como puede ser el transporte, el almacenamiento o la aseguración de la materia prima física. Para una materia prima en contango, el precio de los futuros es más alto que el spot. Suponiendo que la forma de la curva permanece sin cambios, a medida que pasa el tiempo y se acerca el vencimiento del futuro, el coste neto de poseer la materia prima subyacente hasta el vencimiento, disminuye y el precio de los futuros se acerca al precio spot (más bajo). Por lo tanto, el rolo en contango tiende a tener un impacto negativo sobre la rentabilidad de los futuros en términos de precio.

Bajo los supuestos de una curva futura sin variaciones a lo largo del tiempo, es posible calcular el rolo implícito comparando el precio actual del futuro al que está expuesto el ETP en este momento y el precio esperado de ese mismo futuro en la próxima fecha de rolo. Este precio esperado se puede observar directamente en la curva futura moviéndose hacia abajo por la cantidad de tiempo restante antes del lanzamiento (ver Gráfico 2). Podemos aproximar este rolo implícito en términos monetarios con la fórmula:

Precio del futuro celebrado - Precio del futuro anterior en la curva

O en porcentaje con la siguiente fórmula:

Precio del futuro que vence antes de que se celebrara / Precio del futuro celebrado - 1

Por ejemplo:

El rolo implícito del futuro a 2 meses (2M) = Precio del futuros a 1 mes (1M) / Precio del futuro a 2 meses - 1

GRÁFICO 2: LA ILUSTRACIÓN DEL ROLO ESPERADO EN CONTANGO (SIN VARIAR LA CURVA)



Cuando los ETPs ofrecen posiciones con apalancamiento en los activos subyacentes, el impacto del rolo (así como la rentabilidad spot) es multiplicado como resultado. Durante el período recomendado de tenencia, es decir 1 día, se daría el impacto que a continuación se describe.

GRÁFICO 3: EL IMPACTO DEL ROLO DIARIO SOBRE LAS POSICIONES LARGAS Y CORTAS EN CONTANGO

Rolo en Contango	
Largo x3	Aproximadamente 3x negativo
Largo x1	Negativo
Corto x1	Positivo
Corto x3	Aproximadamente 3x positivo

En backwardation

Una materia prima estará en backwardation (retroceso) cuando, por ejemplo, haya un aumento temporal de la demanda de la materia prima física que aumente su precio. Para una materia prima en backwardation, el precio del futuro es más bajo que el spot. Suponiendo que la forma de la curva permanece sin cambios, a medida que pasa el tiempo y se acerca el vencimiento del futuro, el beneficio neto de poseer la materia prima subyacente hasta el vencimiento, disminuye y el precio del futuro se acerca al precio spot (más alto). Por lo tanto, el rolo en backwardation puede tener un impacto positivo sobre la rentabilidad de los futuros en términos de precio.

Bajo los supuestos de una curva de futuros sin cambios, es posible calcular la rentabilidad de un rolo implícito comparando el precio actual del futuro al que está expuesto el ETP en este momento y el precio esperado de ese mismo futuro en la próxima fecha del rolo. Este precio esperado se puede observar directamente al movernos subiendo la curva del futuro por la cantidad de tiempo restante antes del lanzamiento (ver Gráfico 4). Podemos aproximar este rolo implícito en términos monetarios con la siguiente fórmula:

Precio del futuro celebrado - Precio del futuro anterior en la curva

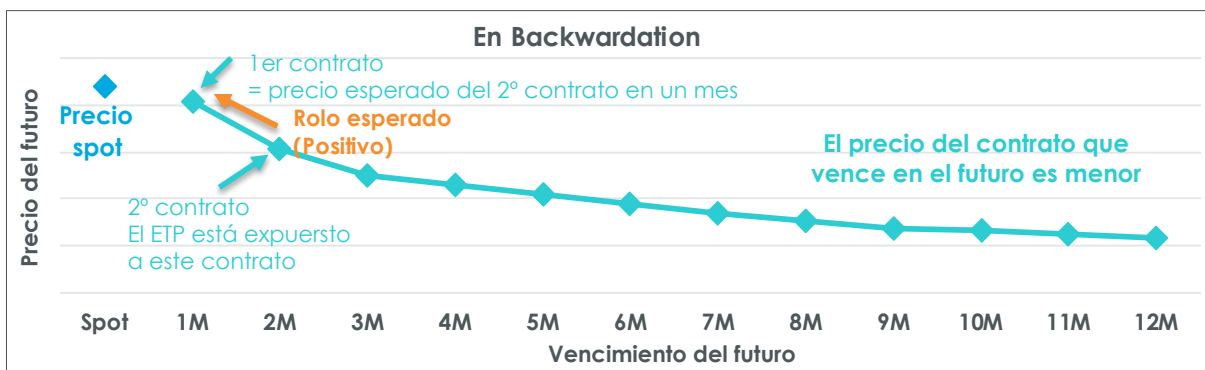
○ en porcentaje con la siguiente fórmula:

Precio del futuro vence antes del que se posee / Precio del futuro celebrado - 1

Por ejemplo:

Rolo implícito para el futuro a 2 meses (2M) = Precio del futuro a 1 mes (1M) / Precio del futuro a 2 meses (2M) - 1

GRÁFICO 4: LA ILUSTRACIÓN DEL ROLO ESPERADO EN BACKWARDATION (SIN VARIAR LA CURVA)



Cuando los ETPs ofrecen posiciones con apalancamiento en los activos subyacentes, el impacto del rolo (así como la rentabilidad spot) es multiplicado como resultado. Durante el período recomendado de tenencia, es decir 1 día, se daría el impacto que a continuación se describe.

GRÁFICO 5: EL IMPACTO DEL ROLO DIARIO SOBRE LAS POSICIONES LARGAS Y CORTAS EN BACKWARDATION

Rolo en Backwardation	
Largo x3	Aproximadamente 3x positivo
Largo x1	Positivo
Corto x1	Negativo
Corto x3	Aproximadamente 3x negativo

¿Qué sucede cuando cambia la curva de futuros?

Para claridad de lenguaje, cuando hablemos acerca de los cambios en la Forma de la Curva de Futuros en el resto del documento, nos referiremos a:

- + El empinamiento de la curva, es decir, cuando aumenta la diferencia de precio entre dos futuros consecutivos.
- + El aplanamiento de la curva, es decir, cuando se reduce la diferencia de precio entre dos futuros consecutivos.

Si no variasen el precio spot y la curva de los futuros, entonces el Rolo Implícito y el Rolo serían lo mismo. Sin embargo, si la curva se empina o aplan a lo durante el período de inversión, entonces el rolo que impactará sobre la rentabilidad del ETP, será diferente del rolo Implícito, siendo inclusive a veces una diferencia muy pronunciada. El rolo implícito es, al final del día, una estimación ampliamente aceptada del coste/ beneficio potencial del rolo en el que incurrirá el inversor de futuros, aunque no puede predecir movimientos futuros en el mercado de materias primas.

Algunos escenarios: ¿Cuál es el resultado del inversor?

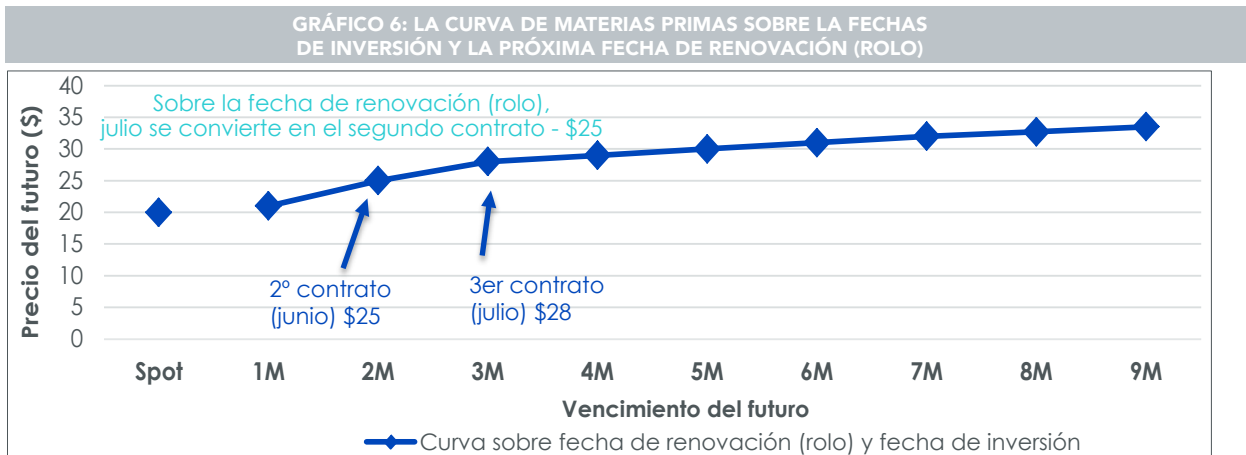
Veamos algunos ejemplos teóricos para comprender mejor el impacto de la rentabilidad Spot y los rolos en el rendimiento de un ETP sólo largo.

Consideraremos una inversión de \$100 en un ETP sólo largo expuesto a un futuro único. En aras de la simplicidad, consideraremos que el rendimiento colateral es del 0% y que los honorarios y los también son nulos. La exposición del ETP es idéntica a la inversión al final de cada mes en el tercer contrato de futuros.

Escenario #1 - Nada cambia

A principios de mes, el índice está expuesto al tercer contrato (es decir, el contrato de julio). La curva de materias primas está en contango como se muestra en el Gráfico 6. Con una inversión de \$100, el ETP está expuesto a la rentabilidad de 3.57 futuros valorados cada uno en \$28.

La curva está en contango y el rolo es de $3,57 * (\$25 - \$28) = -\$10,7$ o $25/28-1 = -10,7\%$



Pasa un mes y nada cambia, es decir, el spot no ha variado y la curva del futuro no se ha inclinado ni aplanado. El ETP todavía posee 3.57 contratos de futuros de julio, pero el contrato de julio ahora es el segundo contrato porque ha pasado el tiempo y ahora faltan 2 meses para julio (no faltan 3 meses como el mes pasado). Entonces, dado que la curva no cambia, el precio del contrato es de \$25. El precio del ETP es $3,57 * \$25$, es decir, \$89,3.

Nada ha cambiado pero el ETP ha perdido \$10,7. Este es el rolo que describimos anteriormente. La curva está en contango, por lo que el rendimiento se ve afectado negativamente por el rolo.

En esta etapa, es importante tener en cuenta dos cosas:

- + El rolo realizado (\$10,7) es igual al rolo implícito calculado al comienzo del mes.
- + El rolo no se ha materializado en la fecha de la renovación. Todos los días del último mes, el tercer contrato de futuros se ha acercado a su vencimiento y con cada día que pasa, su precio ha pasado lentamente de \$28 a \$25. En otras palabras, el coste del rolo se paga un poco todos los días.

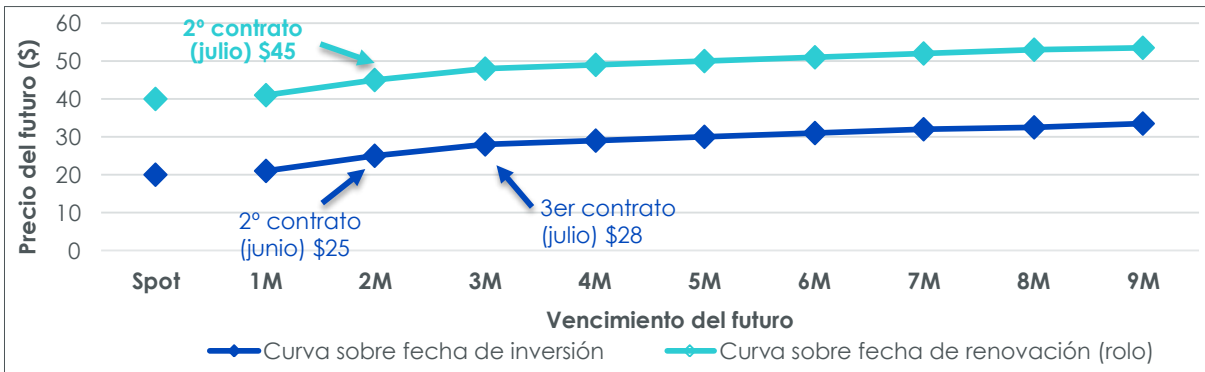
En la fecha de renovación (rolo), el índice necesita vender el contrato de julio (que ahora es sólo el segundo contrato porque ha pasado el tiempo) y comprar el tercer contrato, es decir, el de agosto para seguir su estrategia de inversión. El contrato de agosto vale \$28, por lo que el ETP invierte en 3.19 ($89,3/28$) futuros y comienza de nuevo.

Escenario #2 – El precio spot salta de \$20 a \$40

A principios de mes, el índice está expuesto al tercer contrato (es decir, el contrato de julio). La curva de las materias primas está en contango como se muestra en el Gráfico 7. Con una inversión de \$100, el ETP está expuesto a la rentabilidad de 3,57 futuros comprados a \$28 cada uno. La curva está en contango y el rolo implícito es: $3,57 * (\$25 - \$28) = -\$10,7$ (o -10,7%). Por lo tanto, todo es igual que en el Escenario # 1.

En este escenario, el spot aumenta pero la curva no se inclina ni aplanada.

GRÁFICO 7: LA CURVA DE MATERIAS PRIMAS SOBRE LAS FECHAS DE INVERSIÓN Y RENOVACIÓN (ROLO)



Al final del mes, el ETP posee 3,57 futuros julio (el segundo contrato en la curva celeste) que valen \$45. Entonces, el ETP vale \$160,7 y genera una buena plusvalía de \$60,7.

Pero espere, el spot ha subido de \$20 a \$40 y el ETP poseía 3,57 contratos. ¿Por qué el ETP no aumenta en $3,57 \times \$20 = \$71,4$? Esto se debe a que el ETP todavía no ha pagado los \$10,7 de coste de rolo durante el período (la inclinación de la curva no ha cambiado). La diferencia de $\$71,4 - \$10,7$ es de hecho igual a \$60,7. Entonces, el ETP se ha beneficiado del movimiento spot pero ha sentido el coste del rolo. Debido a que la curva no se ha inclinado ni aplanado (solamente se ha desplazado con el precio spot), el rolo implícito es idéntico al rolo realizado.

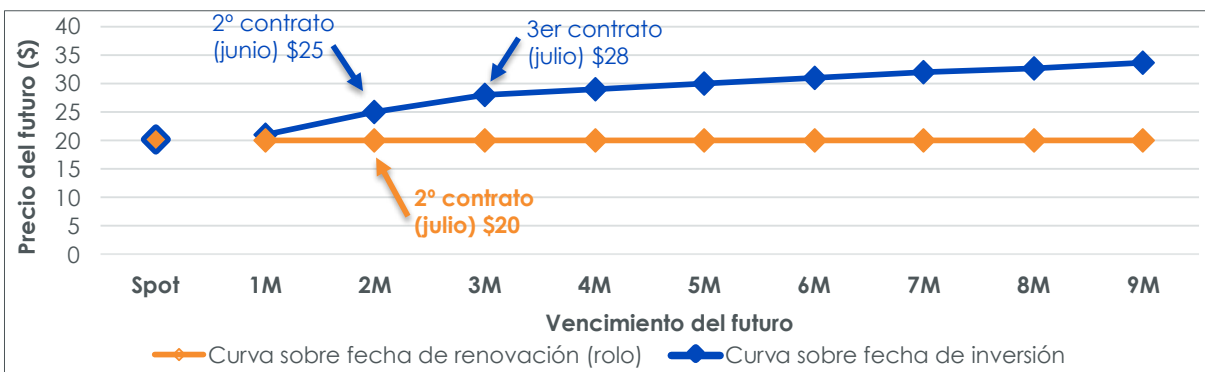
En la fecha de renovación, el índice necesita vender el contrato de julio (que ahora solamente es el segundo contrato porque ha pasado el tiempo) y comprar el tercer contrato, es decir, agosto para seguir su estrategia de inversión. El contrato de agosto tiene un valor de \$48, por lo que el ETP invierte en 3,35 ($160,7/48$) contratos y comienza de nuevo.

Escenario #3: la curva de futuros se aplanar y el spot no varía

A principios de mes, el índice está expuesto al tercer futuro (es decir, el contrato de julio). La curva de las materias primas está en contango como se muestra en el Gráfico 8. Con una inversión de \$100, el ETP está expuesto a la rentabilidad de 3,57 futuros comprados a \$28 cada uno. La curva está en Contango y el rolo implícito es $3,57 \times (\$25 - \$28) = -\$10,7$ (o -10,7%). Entonces, todo es igual que en el Escenario # 1.

En este escenario, el spot permanece en \$20 pero la curva se aplanar completamente (todos los futuros tienen el mismo precio).

GRÁFICO 8: LA CURVA DE MATERIAS PRIMAS SOBRE LAS FECHAS DE INVERSIÓN Y RENOVACIÓN



Al final del mes, el ETP posee 3,57 contratos de julio (el segundo contrato en la curva naranja) por valor de \$20. Entonces, el ETP vale \$71,43. Una pérdida de \$28,6.

Pero espere, el spot no ha variado y el rolo implícito era solamente de \$10! ¿Qué ha sucedido? Como se vio anteriormente, la curva no está tallada en piedra y puede variar con el tiempo dramática e inesperadamente. Cuando sucede, cambia el coste de rolo en el que incurren los titulares de los futuros y por lo tanto, los inversores de ETPs. En este caso, la curva se aplanan y eso ha incrementado la pérdida de quienes poseen los futuros por encima y más allá del rolo implícito al inicio de la inversión.

Estos tres escenarios ilustran la rentabilidad del ETP cuando es impactado por varios efectos, como:

- + Las variaciones del precio spot que impactan sobre la rentabilidad del ETP tanto al alza como a la baja.
- + La inversión de la forma de la curva, en donde la rentabilidad de un ETP se ve afectada al alza (backwardation) o a la baja (contango) a través del coste que representa el rolo (estimado por el rolo implícito).
- + Los cambios en la forma de la curva (empinamiento o aplanamiento) a lo largo de la inversión, los cuales también afectan a la rentabilidad del ETP, sea al alza o a la baja, a través del rolo.

Lo que estos escenarios también nos han mostrado, es que el rolo implícito también puede proporcionarnos una indicación del nivel de rolo, aunque el empinamiento de la curva lo puede aumentar o disminuir acentuando la incertidumbre sobre su valor final.

¿Cuán sensible es la rentabilidad de un ETP a las variaciones del precio spot o a la empinadura de la curva de los futuros?

En esta parte final, observamos las sensibilidades del rolo a esos diferentes parámetros (cambios en el precio spot y en la inclinación de la curva). Para hacerlo en el Gráfico 9, observamos el rolo después de una inversión de 1 mes en una amplitud de casos en los que varía el spot y la inclinación de la curva del futuro. Los Gráficos 9 a 11 se aplican a una inversión donde la curva de futuros está en contango a principios de mes. En aras de la simplicidad, comenzamos desde la curva de los futuros utilizada en los Escenarios 1 a 3 anteriores. Las filas ilustran las posibles variaciones en el precio spot y las columnas ilustran el aumento o el aplanamiento de la curva.

El Gráfico 9 nos da varias ideas:

- + En el medio de la matriz, hemos reconocido el rolo implícito de -10,7%. Cuando nada cambia, el rolo que afecta al rendimiento del ETP durante el mes, es igual al rolo implícito.
- + Si el Spot cambia, pero la curva no se inclina ni aplanan (es decir, nos quedamos en la columna central + 0%), entonces el rolo del inversor tampoco varía y es igual al rolo implícito.
- + En todos los demás escenarios, las cosas se vuelven más complicadas. Cuando estamos invertidos en un futuro, nos beneficiamos de un aumento de la curva. Por el contrario, si la curva se aplanan, nuestra posición en el futuro se ve afectada a medida que el rolo realizado aumenta sobre el rolo implícito que medimos al iniciar la posición (como en el Escenario # 3).

De la matriz se desprende que el rolo más bajo se puede encontrar en la sección superior derecha de la tabla, donde tenemos tanto un aumento en el precio spot como de la empinadura. Contraintuitivamente, los mayores rolos están en la sección superior izquierda de la tabla, donde tenemos un aumento del spot y un aplanamiento.

GRÁFICO 9: LA MATRIZ DE LA SENSIBILIDAD DEL ROLO AL PRECIO SPOT Y A LA EMPINADURA DE LA CURVA DEL FUTURO (CONTANGO)

		← APLANAMIENTO					→ EMPINAMIENTO				
		Empinamiento o aplanamiento de la curva									
		-25%	-10%	-5%	-1%	+0%	+1%	+5%	+10%	+25%	
Variaciones en el precio spot	50%	-42,0%	-23,2%	-17,0%	-12,0%	-10,7%	-9,5%	-4,5%	1,8%	20,5%	
	25%	-37,5%	-21,4%	-16,1%	-11,8%	-10,7%	-9,6%	-5,4%	0,0%	16,1%	
	10%	-34,8%	-20,4%	-15,5%	-11,7%	-10,7%	-9,7%	-5,9%	-1,1%	13,4%	
	5%	-33,9%	-20,0%	-15,4%	-11,6%	-10,7%	-9,8%	-6,1%	-1,4%	12,5%	
	0%	-33,0%	-19,6%	-15,2%	-11,6%	-10,7%	-9,8%	-6,3%	-1,8%	11,6%	
	-5%	-32,1%	-19,3%	-15,0%	-11,6%	-10,7%	-9,9%	-6,4%	-2,1%	10,7%	
	-10%	-31,3%	-18,9%	-14,8%	-11,5%	-10,7%	-9,9%	-6,6%	-2,5%	9,8%	
	-25%	-28,6%	-17,9%	-14,3%	-11,4%	-10,7%	-10,0%	-7,1%	-3,6%	7,1%	
	-50%	-24,1%	-16,1%	-13,4%	-11,3%	-10,7%	-10,2%	-8,0%	-5,4%	2,7%	

Centrándonos en la rentabilidad del ETP, sin tener en cuenta el rendimiento colateral, los honorarios y el coste, podemos construir una matriz de sensibilidad similar. La matriz está coloreada en verde para mostrar un rendimiento positivo para el inversor después de un mes y en rojo para mostrar un rendimiento negativo. El efecto de las variaciones del precio spot y de inclinación de la curva de futuros, es evidente en esta matriz.

El mejor escenario en términos de rendimiento está representado por la sección superior derecha de la matriz, donde tenemos un aumento del precio spot y un empinamiento. Tanto el precio spot como el rolo están aumentando. Esta vez, el peor escenario está en la sección inferior izquierda de la tabla, donde tenemos una disminución del precio spot y un aplanamiento. Tanto el precio spot como el rolo, están disminuyendo.

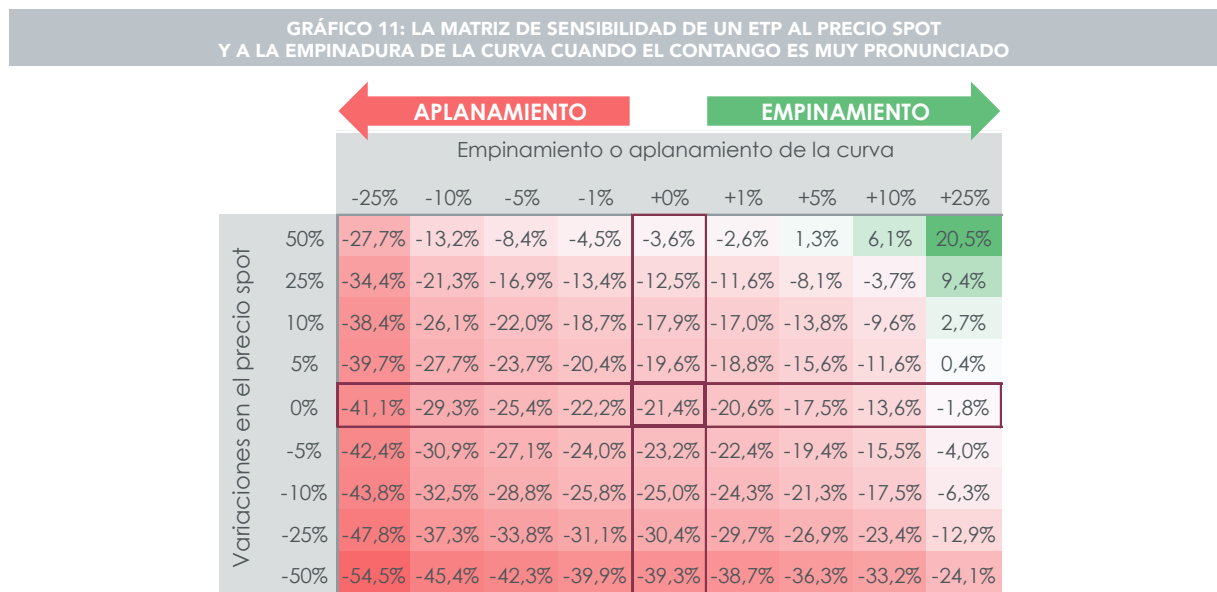
Hemos reconocido que la rentabilidad del ETP es el escenario #1 en el medio de la matriz de sensibilidad. El escenario # 2 se ubicaría en la columna central y sobre el punto medio (es decir, el spot aumenta pero la curva no queda más empinada). Finalmente, el Escenario # 3 está en la fila central, a la izquierda del punto medio (es decir, el spot no varía y la curva se aplanan).

GRÁFICO 10: LA MATRIZ DE SENSIBILIDAD DE LA RENTABILIDAD DE UN ETP AL PRECIO SPOT Y A LA EMPINADURA DE LA CURVA (CONTANGO)

		← APLANAMIENTO					→ EMPINAMIENTO				
		Empinamiento o aplanamiento de la curva									
		-25%	-10%	-5%	-1%	+0%	+1%	+5%	+10%	+25%	
Variaciones en el precio spot	50%	-6,3%	12,5%	18,8%	23,8%	25,0%	26,3%	31,3%	37,5%	56,3%	
	25%	-19,6%	-3,6%	1,8%	6,1%	7,1%	8,2%	12,5%	17,9%	33,9%	
	10%	-27,7%	-13,2%	-8,4%	-4,5%	-3,6%	-2,6%	1,3%	6,1%	20,5%	
	5%	-30,4%	-16,4%	-11,8%	-8,1%	-7,1%	-6,2%	-2,5%	2,1%	16,1%	
	0%	-33,0%	-19,6%	-15,2%	-11,6%	-10,7%	-9,8%	-6,3%	-1,8%	11,6%	
	-5%	-35,7%	-22,9%	-18,6%	-15,1%	-14,3%	-13,4%	-10,0%	-5,7%	7,1%	
	-10%	-38,4%	-26,1%	-22,0%	-18,7%	-17,9%	-17,0%	-13,8%	-9,6%	2,7%	
	-25%	-46,4%	-35,7%	-32,1%	-29,3%	-28,6%	-27,9%	-25,0%	-21,4%	-10,7%	
	-50%	-59,8%	-51,8%	-49,1%	-47,0%	-46,4%	-45,9%	-43,8%	-41,1%	-33,0%	

Vale la pena señalar que, dependiendo de la inclinación de la curva al inicio de la inversión, el punto medio de la matriz (es decir, el coste del rolo implícito) cambiará. Este punto medio impulsa al resto de la matriz y por lo tanto, dependiendo del coste de rolo implícito, el inversor necesitará que haya cambios más o menos severos en el mercado de materias primas para comenzar a ganar dinero.

Vale la pena señalar que cuando la curva está en un contango muy pronunciado (como en abril de 2020), el punto medio indica una pérdida muy grande para el ETP (el coste del rolo implícito es muy alto, en este ejemplo, de -21,4%), por lo que el mercado de materias primas necesitaría cambiar radicalmente de rumbo para permitir que el inversor gane dinero como en el Gráfico 11, donde casi ninguna celda es verde.



En otros escenarios, las perspectivas para el ETP podrían ser muy diferentes. Con una curva de futuros ligeramente en contango solamente, la perspectiva para un inversor serían mejores.

Los Gráficos 9 a 11 son relevantes sólo para la curva de futuros que están en contango al inicio de la inversión. Cuando la curva de futuros está en backwardation, el punto medio en la matriz ya sería positivo, por lo que solamente las variaciones en el mercado de materias primas generarían pérdidas para el inversor. En backwardation, un aumento en el precio spot aún beneficiaría al inversor (respectivamente, una disminución en el precio spot le costaría al inversor). Sin embargo, un mayor empinamiento de la curva (es decir, la curva de futuros que avanza más en Backwardation) generaría un rendimiento negativo, mientras que un aplanamiento aumentaría los beneficios (que es lo contrario que sucede en el contango).

En conclusión, para comprender el potencial de rentabilidad y el riesgo asociado con un determinado ETP sobre materias primas, un inversor necesita saber:

- + ¿Cuáles son los futuros actuales a los que se hace referencia en el índice/activo subyacente?**
- + ¿Cuál es el cronograma de rolo del índice/activo subyacente, es decir, cuándo y cómo los futuros se renuevan (o los rolos)?**
- + ¿Qué movimientos en el precio spot y variaciones en la curva, el inversor está esperando que se den para poder invertir en un ETP?**

INFORMACIÓN IMPORTANTE

Comunicaciones emitidas en el Espacio Económico Europeo («EEE»): Este documento ha sido emitido y aprobado por WisdomTree Ireland Limited, sociedad autorizada y regulada por el Banco Central de Irlanda.

Comunicaciones emitidas en jurisdicciones fuera del EEE: Este documento ha sido emitido y aprobado por WisdomTree UK Limited, sociedad autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera del Reino Unido.

WisdomTree Ireland Limited y WisdomTree UK Limited se denominan cada una de ellas «WisdomTree» (según corresponda). Nuestra Política e Inventario de conflictos de interés están disponibles previa solicitud.

Exclusivamente para clientes profesionales. La información contenida en este documento se ofrece únicamente para su información general y no constituye una oferta de venta ni una solicitud de oferta de compra de valores o acciones. No se deberá utilizar este documento como base a la hora de adoptar una decisión de inversión. El valor de su inversión puede tanto disminuir como aumentar y es posible pueda perder una parte o la totalidad del importe invertido. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de los resultados futuros. Cualquier decisión de inversión debe basarse en la información contenida en el folleto correspondiente, tras haber solicitado asesoramiento independiente en materia de inversión, fiscal y jurídico.

El presente documento no constituye, y bajo ninguna circunstancia debe interpretarse como una oferta o cualquier otra acción destinada a fomentar una oferta pública de acciones o valores en Estados Unidos o en cualquier provincia o territorio de dicho país. Ni este documento ni ninguna copia del mismo deberá ser aceptado, enviado o distribuido (directa o indirectamente) en Estados Unidos.

Este documento puede incluir comentarios de mercado independientes elaborados por WisdomTree sobre la base de información disponible al público. Aunque WisdomTree se esfuerza por verificar la exactitud del contenido del presente documento, no ofrece garantía alguna sobre su exactitud o integridad. Ningún tercer proveedor de datos externo a quien se haya recurrido para obtener la información contenida en este documento ofrece ninguna garantía ni realiza manifestación alguna en relación con dichos datos. Las opiniones expresadas por WisdomTree en relación con el producto o la actividad del mercado, pueden variar. Ni WisdomTree, ni ninguna filial, ni ninguno de sus respectivos directivos, consejeros, socios o empleados aceptan responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que se derive del uso de este documento o de su contenido.

El presente documento podrá incluir declaraciones a futuro, incluyendo aseveraciones basadas en nuestras opiniones, expectativas y previsiones actuales con respecto al rendimiento de ciertas clases de activos y/o sectores. Las declaraciones a futuro están sujetas a determinados riesgos, incertidumbres e hipótesis. No es posible garantizar que dichas declaraciones sean exactas y los resultados reales podrían diferir sustancialmente de los anticipados en dichas declaraciones. WisdomTree le recomienda encarecidamente que no confíe excesivamente en estas declaraciones a futuro.

Cualquier rentabilidad pasada incluida en este documento se puede basar en pruebas retrospectivas. Las pruebas retrospectivas consisten en el proceso de evaluar una estrategia de inversión aplicándola a los datos históricos para simular la posible rentabilidad de dicha estrategia. Sin embargo, la rentabilidad basada en estas pruebas es puramente hipotética y se proporciona en este documento únicamente con fines informativos. Los datos derivados de pruebas retrospectivas no representan la rentabilidad real y no deben interpretarse como una indicación de la rentabilidad real o futura.