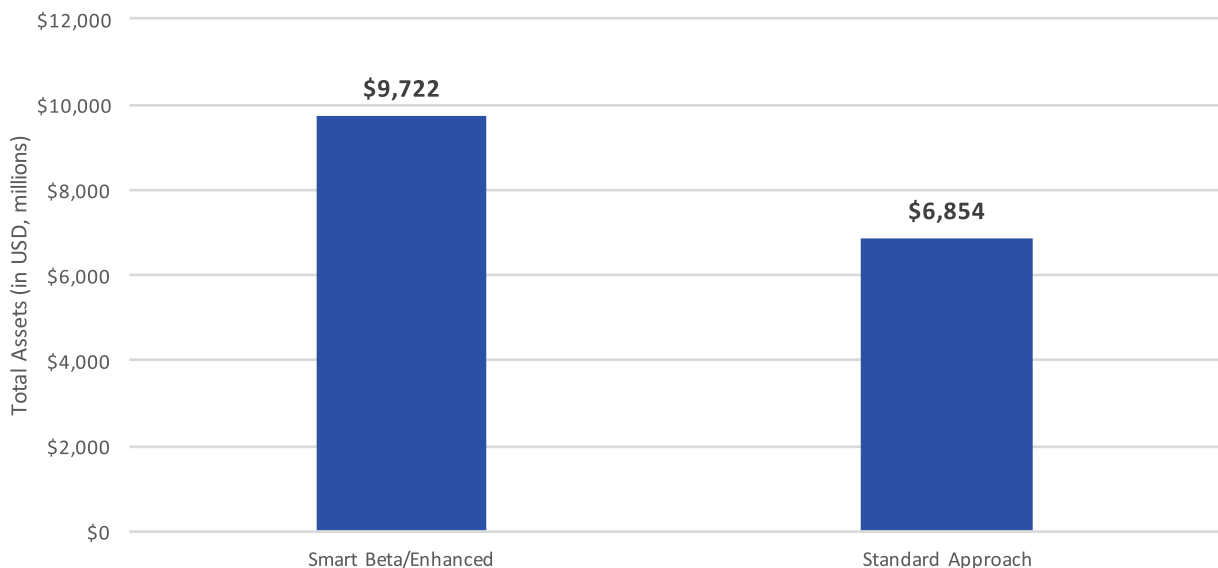


LOS INVERSORES ESTÁN CONSTRUYENDO SU EXPOSICIÓN A LAS MATERIAS PRIMAS CON ESTRATEGIAS SMART-BETA

En un análisis de fondos negociados en bolsa (ETFs) sobre cestas de materias primas listadas en Europa realizado hace poco, hemos notado un hecho muy interesante en relación a dónde el grueso de los activos de materias primas se coloca. De acuerdo a nuestra investigación, la mayoría de la exposición a los ETFs sobre materias primas en esta región, no está centrada en los índices tradicionales sobre cestas de materias primas, sino más bien, se focaliza en las estrategias "enhanced" (potenciadas) o "smart beta" diseñadas para obtener un rendimiento diferente al de los enfoques estándares aplicados a las inversiones en este sector.

En el gráfico 1 que se presenta a continuación, mostramos un desglose por activo.

GRÁFICO 1: ACTIVOS EN ETFS LISTADOS EUROPEOS SOBRE CESTAS DE MATERAS PRIMAS



Fuente: Bloomberg, con los datos correspondientes al 18 de abril de 2019. Los ETFs están clasificados por su operativa llevada a cabo en las bolsas europeas occidentales o del Este, sin ser certificados negociados en bolsa ni apalancados, pero estando expuestos a una cesta de materias primas en oposición a las materias primas individuales. **La rentabilidad histórica no es un indicador de rentabilidad futura y cualquier inversión puede perder valor. Usted no puede invertir directamente en un índice.**

Cabe observar que el término smart-beta puede significar muchas cosas diferentes en una inversión diversificada en materias primas. Generalmente, esto se manifiesta a través del modo en el que el enfoque gestiona el riesgo de rolar un contrato de un período al siguiente, lo cual es un proceso que puede dar lugar a muchos obstáculos en caso de no ser realizado de manera apropiada. También existen enfoques a inversiones diversificadas en materias primas que pueden ponderar de modo diferente las materias primas individuales en comparación a los índices estándar –un ejemplo de ello, es el enfoque de “ponderación equilibrada”-.

Nos referimos a un “enfoque estándar”, porque los índices de materias primas son únicos y bastante diferentes a los índices de capitalización de mercado ponderada. En nuestra experiencia, por más de que el Bloomberg Commodity Index sea en general el índice sobre materias primas más utilizado, existen otros como el Thomson Reuters CRB Index y el S&P GSCI Index. Las grandes diferencias entre estos índices, son las materias primas específicas que se incluyen y el modo en que se ponderan individualmente. Una similitud clave, es el hecho de que el modo en que los futuros transitan de una posición a la siguiente, no es sensible a los cambios que adopta la forma de la curva de los contratos, haciéndose como resultado, sobre el mismo calendario independientemente de cualquier condición de “contango” o “backwardation”.

El motivo por el cual el gráfico 1 nos ha sorprendido, es el hecho de que si se mira a la renta variable de la Eurozona o los activos de los ETFs sobre renta fija de la Eurozona, la imagen es completamente diferente. Por ejemplo, en la renta variable de la Eurozona, el delineamiento entre las estrategias smart-beta y las de capitalización de mercado ponderada, es alrededor de \$6.000 millones versus más de \$130.000 millones, respectivamente ¹. De manera similar, en la renta fija de la Eurozona, el delineamiento entre las estrategias smart-beta y aquellos enfoques más estándares, está fijado en el entorno de los \$2.000 millones versus los \$60.000 millones ².

¿QUÉ ES LO DIFERENTE ACERCA DE LAS MATERIAS PRIMAS?

Claramente, existe una gran diferencia entre las materias primas y estas otras clases de activo. Asimismo parecería que el sesgo de “estatus quo”, ha impactado mucho más en la renta variable y renta fija, que en las materias primas. En todos los casos, los enfoques de no-smart-beta fueron lanzados primeros y han estado operándose en el mercado por mucho más tiempo.

Cabe aclarar que los inversores de materias primas no pueden tener muchas de ellas en sus carteras directamente, debido a que los costes de almacenaje pueden pasar a ser rápidamente significativos. Si bien los futuros representan un modo conveniente de generar exposición, su operativa no genera la exposición perfecta a los movimientos en el precio spot de las materias primas, debido al “rolo” (roll yield). Éste es el impacto de movimiento entre los diferentes contratos de materias primas y está relacionado a la forma que adopta la curva de futuros específica en cuestión. Si los precios spot se sitúan por debajo de los precios de los futuros, la curva se empinará al alza de izquierda a derecha y se generará un rolo negativo (contango). Por el contrario, si los precios spot se sitúan por encima de los de futuros, la curva se empinará hacia abajo de izquierda a derecha y se generará un rolo positivo (backwardation). Sin dudas que para los inversores de materias primas, el rolo agrega complicaciones. ¿Puede esto estar relacionado a la fuerte demanda de ETF smart-beta sobre materias primas?

¹ Fuente: Bloomberg, con los datos correspondientes al 18 de abril de 2019. Los ETFs están clasificados por el trading sea en una bolsa de Europa Occidental o de Europa del Este, sin ser certificados negociados en bolsa ni tampoco apalancados, estando por otro lado expuestos a la renta variable general de la Eurozona, a diferencia de la renta variable de países específicos.

² Fuente: Bloomberg, con los datos correspondientes al 18 de abril de 2019. Los ETFs están clasificados por el trading sea en una bolsa de Europa Occidental o de Europa del Este, sin ser certificados negociados en bolsa ni tampoco apalancados, estando por otro lado expuestos a la renta variable general de la Eurozona, a diferencia de la renta variable de países específicos.

LA FORMA DE LAS CURVAS DE LOS FUTUROS SOBRE MATERIAS PRIMAS

Dando un paso atrás, tiene sentido considerar la forma general de las curvas de los futuros sobre materias primas para las diferentes materias primas. Si bien algunos aspectos son específicos del entorno actual (mayo de 2019), otros están relacionados a patrones de conducta más generales asociados con ciertas materias primas. A continuación realizamos un desglose consistente de las diferentes materias primas.

Las materias primas enfocadas en el sector energético

El crudo se lleva buena parte de la atención dentro del subsector energético, siendo los contratos sobre Brent y WTI los más seguidos. Al 19 de mayo, ambas materias primas exhiben una backwardation. Esto sugiere que si bien las perspectivas de oferta son un poco más ajustadas, aún existen expectativas de que la oferta supere a la demanda en el futuro.

También es importante considerar el factor de "estacionalidad" cuando se analizan las curvas sobre futuros sobre materias primas. La gasolina, el gas natural e inclusive la calefacción, tienden a exhibir este aspecto a diferentes grados. Esto puede resultar en movimientos al alza y a la baja en las curvas de los futuros, indicando que los participantes de mercado están anticipando un cambio en las dinámicas de oferta y demanda a medida que transcurren los diferentes meses de los futuros.

Metales industriales

Al 19 de mayo de 2019, el aluminio, el plomo, el cobre y el níquel marcan un contango, lo que significa que los precios spot se sitúan por debajo de los precios estimados a futuro. Las curvas parecen mostrar unas empinaduras moderadas, sugiriendo poco en términos de estacionalidad.

El estaño y el zinc, por otro lado, muestran actualmente una backwardation, lo que sugiere que, si bien la oferta podría estar ajustada, podría llegar a haber más disponibilidad de oferta a futuro en relación a la demanda.

Metales preciosos

En el caso del oro, las curvas de los futuros se sitúan en contango al 19 de mayo. Esto sugiere que su demanda podría incrementarse a futuro, posiblemente debido a una mayor inflación o a los riesgos geopolíticos crecientes.

La situación de curvas es mixta en el caso de la plata, el platino y el paladio, los cuales tienen todos un uso industrial. La plata y el platino se sitúan en contango, mientras que el paladio muestra una leve backwardation. Durante 2018, el paladio tuvo una gran subida. Sin embargo, con un poco de tiempo de anticipo, los consumidores pueden cambiar su demanda de paladio y pasar a la de platino (y viceversa) en caso de que el precio de uno de ellos aumente relativamente rápido en relación al otro. ¿Podría decirse que esto se refleja la curva de futuros sobre paladio?

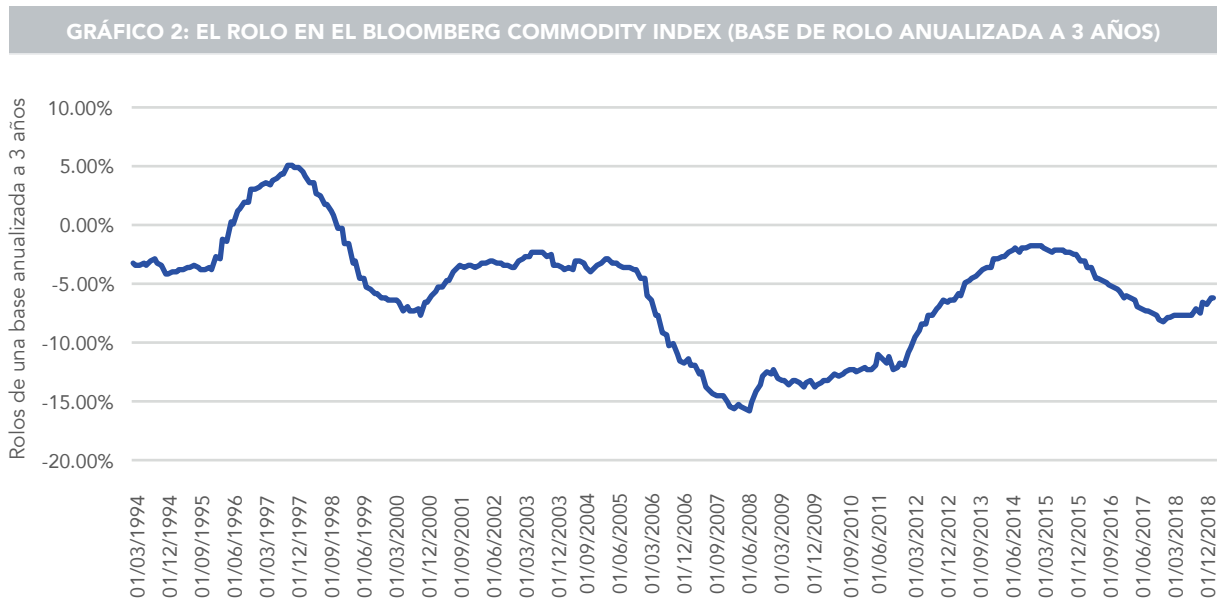
Materias primas agrícolas

Dado que existen muchas materias primas agrícolas, no analizaremos todas en detalle. No obstante, la estacionalidad aquí tiene un impacto importante. Al momento, el trigo, el algodón y el azúcar marcan un patrón de ondulado de estacionalidad en sus respectivas curvas de futuros. Sin embargo, sería incorrecto asumir que cada materia prima agrícola está reflejando siempre este tipo de patrones. Por su parte el café, por ejemplo, muestra actualmente una tendencia más moderada de contango.

En vez de intentar sacar muchas conclusiones respecto a la forma que adoptan las curvas de los futuros en un momento preciso de tiempo, lo que haríamos énfasis aquí, es en el hecho que la curva de futuros de cada materia prima puede cambiar y de hecho, lo hace a lo largo del tiempo. Esto significa que el coste de rolar los futuros sobre materias primas de un mes al siguiente, variará a lo largo del tiempo y será muy diferente para cada materia prima. Es por ello que la flexibilidad y la capacidad de respuesta a las condiciones cambiantes, podrían ser importantes en el desarrollo de una estrategia de inversión eficiente.

EL COSTE DE ROLAR LOS FUTUROS SOBRE MATERIAS PRIMAS

El gráfico 2 muestra el impacto del rolo en un período de rolo anualizado utilizando como base la exposición al Bloomberg Commodity Index.



Fuente: Bloomberg. El período de análisis está comprendido entre el 31 de marzo de 1991 y el 31 de marzo de 2019 e incluye datos simulados. El cálculo de los datos reales en el Bloomberg Commodity Index, comenzó a partir del 14 de julio de 1998. **La rentabilidad histórica no es un indicador de rentabilidad futura y cualquier inversión puede perder valor. Usted no puede invertir directamente en un índice.**

Podemos ver que el rendimiento del rolo no es constante y que fluctúa significativamente. Se ve afectado por las formas que adoptan las diferentes curvas de las materias primas. A partir de enero de 2019, el Bloomberg Commodity Index tomó la exposición a veintitrés materias primas diferentes, en donde cada una de ellas influía sobre su respectiva curva de futuros. Este impacto es proporcional a la ponderación de esa materia prima dentro del índice genérico.

Téngase en cuenta que son varios los factores que influyen en la forma que adoptan las curvas de futuros. Un punto de partida útil podría ser pensar en términos del balance de oferta/demanda para cada materia prima. La curva de futuros refleja esencialmente las expectativas del mercado sobre cómo evolucionará a lo largo del tiempo. Usando el crudo como ejemplo, si el mercado considera que la oferta en el crudo es vasta, entonces uno podría contemplar una bajada en el precio spot. Si el crudo se "normalizara" en el futuro, entonces la oferta disminuiría en relación a la demanda y esto causaría que los precios suban. En este caso se vería una pendiente ascendente en la curva de futuros, lo cual se conoce como contango.

Un problema para los inversores: el rolo ha sido negativo frecuentemente

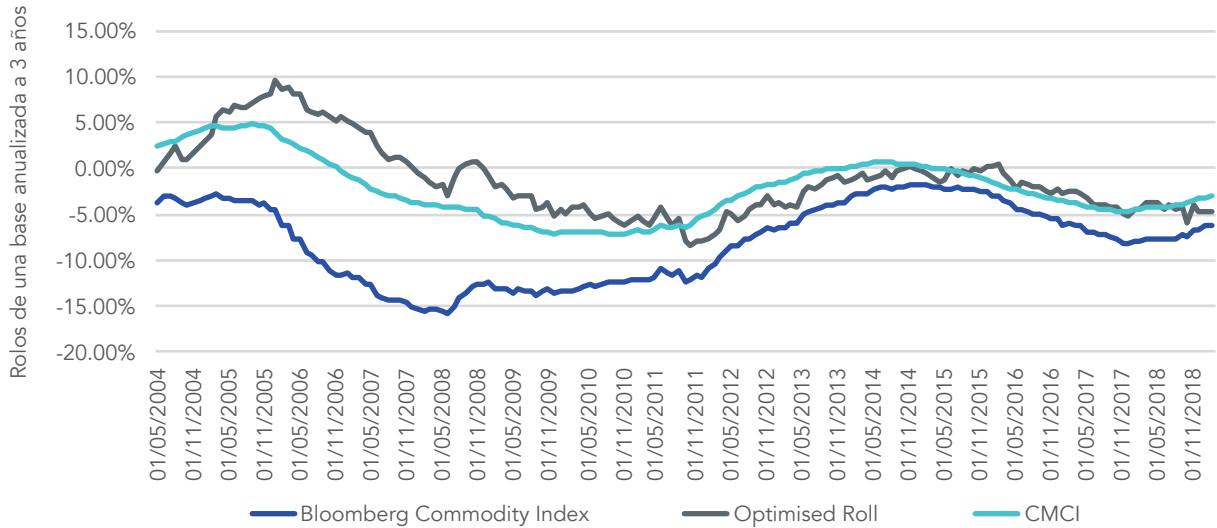
El gráfico 2 muestra la experiencia reciente de los inversores: el obstáculo que los rolos negativos les han sido. El hecho de que esto sea bien conocido, ayuda en los enfoques potenciados de materias primas, los cuales, tal cual mencionamos anteriormente, buscan a menudo gestionar este riesgo específico.

- + El UBS Bloomberg CMCI Composite Index (CMCI): este índice reconoce que ni el contango ni la backwardation, son factores constantes en la curva de futuros de cualquier materia prima y expande las exposiciones de sus futuros a lo largo de la curva, en oposición a un contrato único. Esto es beneficioso porque si una materia prima se sitúa en contango, por ejemplo, entonces el siguiente futuro coge la exposición del contrato vigente y por lo tanto, el rolo genera un menor impacto negativo.
- + El Optimised Roll Commodity Index (rolo optimizado): este índice evalúa cada mes la forma que adopta cada curva de materia prima y busca ajustar la exposición en las diferentes curvas para minimizar los obstáculos. De manera crítica, en lugar de distribuir la exposición entre diferentes tenores, esta estrategia selecciona un tenor en función de un pantallazo mensual de la curva respectiva. Si asumimos que la forma de la curva de futuros en diferentes materias primas está cambiando todo el tiempo, entonces esta estrategia tiene sentido. Por ejemplo, si una materia prima entra en backwardation, entonces tiene sentido maximizar el rolo positivo en la medida de lo posible. En cambio, si una materia prima entra en contango, entonces tiene sentido minimizar el obstáculo.

Impacto sobre el rolo

¿Reducen estas estrategias el impacto del rolo negativo a pesar de todo? Analizamos esto en el gráfico 3.

GRÁFICO 3: EL COMPORTAMIENTO DE LOS ROLOS EN LAS DIFERENTES VERSIONES DEL BLOOMBERG COMMODITY INDEX



Fuente: Bloomberg. El período de análisis está comprendido entre el 31 de marzo de 1991 y el 31 de marzo de 2019 e incluye datos simulados. El cálculo de los datos reales en el Optimised Roll Commodity Index, comenzó el 30 de julio de 2013. El cálculo de los datos reales en el UBS Bloomberg CMCI Composite Index, comenzó el 1º de enero de 2007. **La rentabilidad histórica no es un indicador de rentabilidad futura y cualquier inversión puede perder valor. Usted no puede invertir directamente en un índice.**

Lo que el gráfico 3 indica, es que en el rolo anualizado en una base a tres años, es claro que los índices Optimised Roll y CMCI, han reducido el impacto del rolo negativo. Sin embargo, no está claro en el gráfico 3 cuál de los dos lo reducen más, ya que en períodos anualizados a tres años, se han alternado en este sentido.

En términos de rendimiento: ¿es mejor la metodología estándar o la smart-beta?

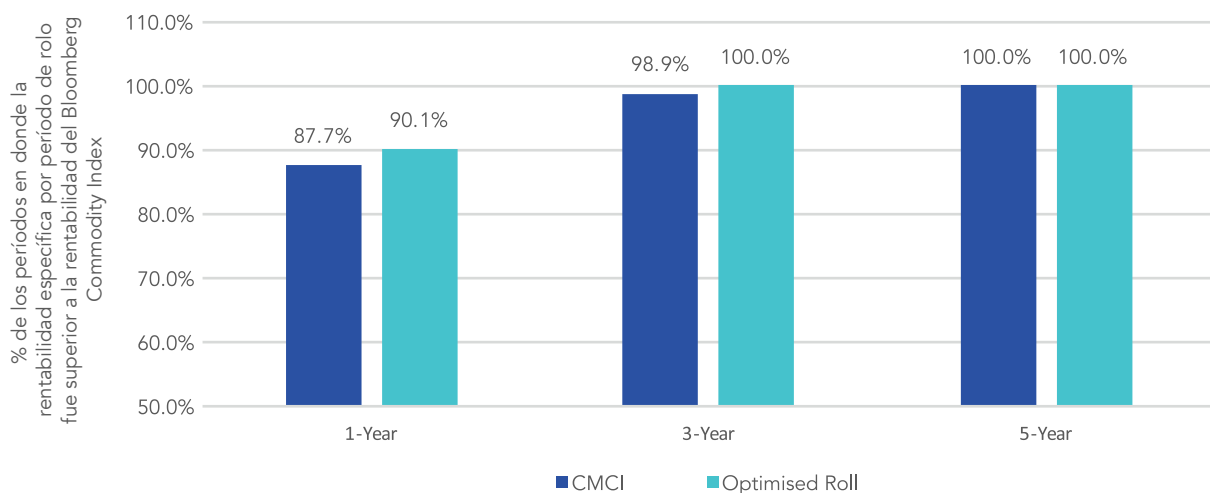
Para aquellos que siguen de cerca actualmente a los mercados de materias primas, la discusión del rol es importante. Sin embargo, muchos inversores preferirán solamente saber si los enfoques estándar o smart-beta, han generado los mejores resultados a lo largo del tiempo.

Para contestar a esta pregunta, hemos construido el siguiente marco:

- + Hemos seleccionado los índices CMCI y Optimised Roll, los cuales son dos opciones smart-beta distintas que toman como base al Bloomberg Commodity Index para determinar la exposición a las materias primas.
- + Después hemos comparado a las rentabilidades de los períodos de rol en los horizontes de uno, tres y cinco años. Nuestro objetivo era determinar el porcentaje de los períodos de rol de cada período determinado en donde el enfoque smart-beta superaba al estándar.

Los resultados de estos análisis se presentan en el gráfico 4 a continuación.

GRÁFICO 4: LA COMPARACIÓN DE LAS RENTABILIDADES DE LOS PERÍODOS DE ROLO ENTRE LOS ENFOQUES SMART-BETA Y LOS ESTÁNDARES DE MATERIAS PRIMAS



Fuente: Bloomberg. El período de análisis está comprendido entre el 31 de marzo de 1991 y el 31 de marzo de 2019 e incluye datos simulados. El cálculo de los datos reales en el Optimised Roll Commodity Index comenzó el 30 de julio de 2013. El cálculo de los datos reales en el UBS Bloomberg CMCI Composite Index comenzó el 1° de enero de 2007. **La rentabilidad histórica no es un indicador de rentabilidad futura y cualquier inversión puede perder valor. Usted no puede invertir directamente en un índice.**

El gráfico 4 muestra que en cada uno de los períodos de análisis de tres y cinco años, el rendimiento de una exposición a los enfoques smart-beta y cestas de materias primas, fue superior al Bloomberg Commodity Index, dejando así en claro el potencial de estos enfoques. Si bien las rentabilidades por rol a 1 año, han sido las que han marcado una mayor variación, esto es esperable, ya que por lo general se tiende a ver las mayores fluctuaciones de los datos en los períodos más breves. De todos modos en este caso, ambos índices han superado en términos de rendimiento y en más del 87% de los períodos de rol a 1 año, a la versión estándar del Bloomberg Commodity Index.

Los inversores de materias primas son sabios al momento de la asignación de capital para los enfoques smart-beta

En conclusión, para nosotros está claro que los inversores de ETFs se han dado cuenta de los beneficios que presentan las estrategias smart-beta y potenciadas de materias primas. La principal ventaja según nuestra perspectiva, es la capacidad que tienen para mostrar cierta sensibilidad al rollo, el cual puede ser un factor que afecte negativamente y de manera considerable a la rentabilidad. En esta clase de activo única, las estrategias más nuevas y no estándares, ofrecen una solución a un problema fundamental y los flujos de activo lo reflejan.

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.