



Els perills de la gestió passiva. El cas del West Texas Intermediate (WTI)

24 d'abril de 2020

Els ETF són fons cotitzats que repliquen un índex, com podria ser l'Ibex 35, el Eurostoxx 50 o el S&P 500. Es tracta d'instruments financers que ens ajuden a complementar la gestió activa ja que ens permeten poder invertir en mercats específics de manera tàctica com seria un sector en particular o també els podem utilitzar per invertir en mercats més sofisticats i d'accés complex, com per exemple les matèries primeres industrials, el petroli o l'or. Si volguéssim invertir en mercats com l'or o el petroli, podem fer-lo de quatre formes possibles:

- Comprant un lingot d'or o directament barrils de petroli. En aquest cas és necessari espai per a emmagatzemar-lo pel que s'incorren en costos derivats d'aquest.
- Utilitzar futurs (derivats financers estandarditzats).
- Comprar accions o fons d'inversió que inverteixin en accions petrolieres o productors d'or. No obstant això, la correlació entre l'evolució d'aquests instruments i les matèries primeres no sempre és elevada.
- Invertint en Exchange-Traded Funds (ETFs), vehicles financers que inverteixin directament en la matèria primera.

Com veurem al llarg de la nota, el vehicle seleccionat resulta fonamental ja que el resultat entre les diferents alternatives pot diferir significativament. Per a poder veure-ho detalladament, prèviament realitzarem una breu explicació del que ha passat en el mercat de petroli en els últims dies.

A l'hora d'analitzar qualsevol matèria primera, sempre resulta fonamental analitzar les perspectives de l'oferta i de la demanda. Si prenem el mercat del petroli com a referència, generalment els moviments significatius en el seu preu històricament sempre han estat explicats per xocs d'oferta, on els productors de petroli deixaven de bombar per causes generalment geopolítiques, generant un desproveïment en el mercat i conseqüentment un repunt en els preus. Aquesta explicació es basava en el fet que la demanda era generalment inelàstica i correlacionada amb el nivell d'activitat econòmica mundial. A causa de dècades de prosperitat econòmica, la demanda de petroli ha seguit un creixement lineal el que ha permès gestionar els fonamentals de la indústria amb certa visibilitat.

No obstant això, des de fa aproximadament una dècada, els fonamentals del mercat pel costat de l'oferta han canviat significativament. EUA, històricament importador net de cru, ha passat a convertir-se en un exportador a nivell mundial gràcies a la nova manera d'extreure petroli (*shale oil* o petroli esquist). La millora tecnològica ha propiciat una forta disrupció en el mercat i ha suposat afegir una quantitat molt considerable de barrils, provocant un excedent d'oferta. Aquest excedent d'oferta ha coincidit en temps amb una major eficiència en l'ús energètic així com en l'aparició de noves fonts de generació energètica, les energies renovables.

Aquesta situació, parcialment solucionada en 2016 després de l'acord de retallada de producció pels països integrants del grup OPEP+ (bàsicament països OPEP + Rússia), s'ha tornat a empitjorar a partir de la parada de l'activitat generalitzada causada per la propagació del Covid-19. Així, l'Agència Internacional de l'Energia (AIE) estima que la demanda mundial de cru es desplomarà en 29 milions de barrils diaris (mbd) i el consum cauria fins a nivells no vists des de 1995. Des de la perspectiva de



l'oferta, la mateixa agència situava la retallada de la producció mundial en 12 mbd durant el mes de maig, després que els principals productors de petroli la OPEC+ anunciés una retallada en 9,7 mbd. En conseqüència, l'excedent d'oferta de petroli és aproximadament de 20 milions de barrils al dia, excés que s'espera que es vagi corregint a mesura l'activitat mundial desperta del seu letargi i recupera gradualment la normalitat.

Malgrat que els baixos preus del petroli puguin semblar una bona notícia per a l'economia degut a aquest efecte estalvi en famílies i empreses, quan les caigudes són tan abruptes i desestabilitzadores es generen efectes negatius de segona ronda les conseqüències de la qual en el sistema poden arribar a compensar els beneficis per al consum. Entre els més damnificats destaquen tant països exportadors de petroli, especialment aquells amb les finances més febles, així com la indústria lligada al petroli en el seu conjunt. Pel fet que els preus actuals deixen a la major part de productors operant amb pèrdues, la situació podria degenerar en un fort augment de les fallides, afectant als llibres de préstecs de les entitats financeres i, conseqüentment, a tot el sistema.

Tornem a la inversió en matèries primeres. Els futurs són la forma més eficaç d'invertir en matèries primeres ja que és un mercat organitzat mitjançant una cambra de compensació (Clearing House) que en el cas del West Texas Intermediate, el barril de petroli de referència als EUA, és la Chicago Mercantile Exchange (CME) que s'encarrega de garantir la contrapartida i el bon funcionament entre compradors i venedors. Quan algú compra un futur, una part es compromet a comprar alguna cosa i l'altra a vendre-la a un venciment. La cambra de compensació exigeix unes garanties iguals a tots els agents per a evitar l'impagament d'una de les parts. Quan finalment arriba el dia de venciment del contracte, les dues parts han de complir amb els acords. La particularitat del WTI és que es liquida per lliurament físic, en concret en una petita localitat d'Oklahoma, Cushing, que és en realitat un enclavament crucial en el mercat petroler, gràcies en part a la seva situació geogràfica. És a dir, el venedor del contracte es compromet a lliurar la matèria primera al comprador. Per tant, un inversor que vulgui seguir invertit en petroli (seguir exposat però sense comprar el barril físicament) ha de cancel·lar la posició abans que finalitzi el venciment i començar un nou contracte amb un termini més llarg.

Encara que pugui semblar que hi ha molta especulació en el preu que hi ha darrere, molts productors tenen l'oportunitat d'assegurar el preu que compraran/vendran i així despreocupar-se fins al venciment. Segons un informe de la petrolera russa Lukoil, el 45% de la negociació és amb un ús industrial mentre que un 40% és per a un ús especulatiu. El 15% restant intervenen les institucions financeres.

Què ha passat amb el preu del futur de maig del WTI?

Centrant-nos en el preu del venciment de maig del WTI, els contractes que vencien el 21 de maig van entrar en negatiu per primera vegada en la història, és a dir t'estaven pagant perquè rebessis el petroli! Els inversors van entrar en pànic en preveure que no podien guardar la matèria primera i van arribar a vendre el barril en preus negatius, fins a -40 dòlars a qui volgués fer-se responsable d'aquest producte, encara que finalment va tancar en 10 dòlars. Tot fa pensar que a mitjans de mes de maig el món continués lluitant contra el virus i la demanda d'oferta serà baixa i continuarem tenint un excés d'oferta. L'excedent sense precedents d'oferta es veu agreujat pel fet que la capacitat disponible d'emmagatzematge no dona més de si.

Evolució del preu del futur WTI venciment maig



Font: Bloomberg.

I què ha passat amb els ETF que repliquen els futurs del WTI?

El ETF més famós que replica el WTI, és l'United State Oil Fund (USO US Equity), és el major vehicle de gestió passiva sobre una matèria primera amb 3 bilions de dòlars sota gestió. No obstant això, com hem vist amb el que ha passat amb els futurs, replicar l'evolució de la matèria primera és més complicat del que s'assembla. Quan els preus dels futurs es mantenen alineats amb el preu subjacent del petroli, l'acompliment del ETF té moviments similars i la rèplica és bastant semblant. No obstant això, en moments d'extrema volatilitat el preu del ETF pot diferir del preu del subjacent com ha ocorregut. El preu d'un ETF no pot ser negatiu com hem vist en els futurs, però sí que pot arribar a ZERO, igual que una acció.

Evolució recent del preu del ETF United State Oil Fund (USO US Equity)



Font: Bloomberg.

En concret, el ETF USO va començar a canviar els contractes de maig a juny en la primera setmana d'abril, no és pura casualitat, ja que el ETF ho fa de manera automàtica quan s'acosta el venciment del futur. Però imaginem que al maig els preus del futur del WTI de juny es troben en negatiu, entre la setmana del 5 i el 8 de maig, data que el ETF hauria de fer el *roll over* (vendre el contracte vigent i comprar el següent venciment). Llavors hi ha una possibilitat molt elevada que l'acció del ETF pugui arribar a cotitzar prop de 0. A més l'USO va veure entrades al voltant de 1.600 milions de dòlars fins al



dia 21 i es va veure obligat a suspendre la creació de noves cistelles de valor, que és el seu mecanisme d'emissió de noves accions que tenen com a valors subjacent els contractes reals sobre el cru, això suposa congelar la capacitat de creixement del fons, que cotitzarà de moment amb un nombre fix d'accions. El que podem esperar és que en cas, que les entrades romanguin, majors seran les desviacions entre el preu del ETF i el valor del subjacent.

Malgrat la casuística particular del ETF USO, generalment els vehicles d'inversió ETFs solen ser una forma barata i senzilla d'accedir a mercats difícilment assolibles per la complexitat d'aquests. En Caixa Enginyers Gestió som de l'opinió que l'ús selectiu de ETFs continua sent una de les millors alternatives per a instrumentalitzar la diversificació en carteres multi-actiu, especialment aquelles l'objectiu de les quals passa per beneficiar-se de la diversificació a fi de buscar una protecció del capital sense renunciar al creixement d'aquest. No obstant això, l'exemple del petroli ens mostra que malgrat ser vehicles àmpliament utilitzats per inversors qualificats i sofisticats, la rigurositat en l'anàlisi continua sent crític per a gaudir dels seus múltiples beneficis.



DISCLAIMER

L'informe s'ha realitzat amb la finalitat de proporcionar als inversors informació general sobre valors i instruments financers, a la data d'emissió d'aquest, i està subjecte a canvis sense previ avís. La informació es proporciona basant-se en fonts considerades com a fiables, si bé, CAIXA ENGINYERS GESTION no garanteix ni es responsabilitza de la seguretat d'aquestes.

És possible que la informació pugui referir-se a productes, operacions o serveis d'inversió respecte dels quals existeixi informació addicional en documentació separada, incloent el document d'informació fonamental per a l'inversor i el fullet complet. Es recomana llegir aquests documents per a poder prendre una decisió fundada sobre la conveniència d'invertir en aquests productes. Pot sol·licitar aquesta documentació al seu gerent personal, en qualsevol oficina de Caixa d'Enginyers, en www.caja-ingenieros.es o en www.cnmv.es.

El contingut dels informes en cap cas constitueix una oferta o recomanació de compra o venda de cap producte o instrument financer. L'inversor ha de ser conscient que els valors i instruments financers a què es refereixen poden no ser adequats als seus objectius concrets d'inversió, per la qual cosa l'inversor ha d'adoptar les seves pròpies decisions d'inversió. A aquest efecte, CAIXA ENGINYERS GESTION, S.A.O. en la seva condició d'emissor de l'informe, així com de CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS-CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS, S. COOP. DE CRÈDITO, en la seva condició de comercialitzador, no es fan responsables del mal ús que es faci d'aquesta informació ni dels perjudicis que pugui sofrir l'inversor que formalitzi operacions prenent com a referència les valoracions i opinions recollides en els informes. L'inversor deu, així mateix, tenir en compte que l'evolució passada dels valors o instruments o els resultats històrics de les inversions, no garanteixen l'evolució o resultats futurs.

©Queda prohibida la reproducció, duplicació, redistribució i/o comercialització, total o parcial, dels continguts d'aquest document, ni fins i tot citant les fonts, excepte amb consentiment previ per escrit de CAIXA ENGINYERS GESTION, SGIIC, SAU. All rights reserved.