

Los peligros de la gestión pasiva. El caso del West Texas Intermediate (WTI)

24 de abril de 2020

Los ETF son fondos cotizados que replican un índice, como podría ser el Ibex 35, el Eurostoxx 50 o el S&P 500. Se trata de instrumentos financieros que nos ayudan a complementar la gestión activa ya que nos permiten poder invertir en mercados específicos de forma táctica como sería un sector en particular o también los podemos utilizar para poder invertir en mercados más sofisticados y de acceso complejo, como por ejemplo las materias primas industriales, el petróleo o el oro. Si quisieramos invertir en mercados como el oro o el petróleo, podemos hacerlo de cuatro formas posibles:

- Comprando un lingote de oro o directamente barriles de petróleo. En este caso es necesario espacio para almacenarlo por lo que se incurren en costes derivados del mismo.
- Utilizar futuros (derivados financieros estandarizados).
- Comprar acciones o fondos de inversión que inviertan en acciones petroleras o productores de oro. Sin embargo, la correlación entre la evolución de estos instrumentos y las materias primas no siempre es elevada.
- Invirtiendo en Exchange-Traded Funds (ETFs), vehículos financieros que invierten directamente en la materia prima.

Como veremos a lo largo de la nota, el vehículo seleccionado resulta fundamental ya que el resultado entre las distintas alternativas puede diferir significativamente. Para poder verlo en detalle, previamente realizaremos una breve explicación de lo que ha ocurrido en el mercado de petróleo en los últimos días.

A la hora de analizar cualquier materia prima, siempre resulta fundamental analizar las perspectivas de la oferta y de la demanda. Si tomamos el mercado del petróleo como referencia, generalmente los movimientos significativos en su precio históricamente siempre han sido explicados por shocks de oferta, donde los productores de petróleo dejaban de bombear por causas generalmente geopolíticas, generando un desabastecimiento en el mercado y consecuentemente un repunte en los precios. Esta explicación se basaba en el hecho que la demanda era generalmente inelástica y correlacionada con el nivel de actividad económica mundial. Debido a décadas de prosperidad económica, la demanda de petróleo ha seguido un crecimiento linear lo que ha permitido gestionar los fundamentales de la industria con cierta visibilidad.

Sin embargo, desde hace aproximadamente una década, los fundamentales del mercado por el lado de la oferta han cambiado significativamente. EE.UU., históricamente importador neto de crudo, ha pasado a convertirse en un exportador a nivel mundial gracias a la nueva forma de extraer petróleo (*shale oil* o petróleo esquisto). La mejora tecnológica ha propiciado una fuerte disruptión en el mercado y ha supuesto añadir una cantidad muy considerable de barriles, provocando un excedente de oferta. Este excedente de oferta ha coincidido en tiempo con una mayor eficiencia en el uso energético así como en la aparición de nuevas fuentes de generación energética, las energías renovables.

Esta situación, parcialmente solventada en 2016 tras el acuerdo de recorte de producción por los países integrantes del grupo OPEP+ (básicamente países OPEP + Rusia), se ha vuelto a recrudecer a raíz de la parada de la actividad generalizada causada por la propagación del Covid-19. Así, la Agencia Internacional de la Energía (AIE) estima que la demanda mundial de crudo se desplomará en 29 millones

de barriles diarios (mbd) y el consumo caería hasta niveles no vistos desde 1995. Desde la perspectiva de la oferta, la misma agencia situaba el recorte de la producción mundial en 12 mbd durante el mes de mayo, después de que los principales productores de petróleo la OPEC+ anunciase un recorte en 9,7 mbd. En consecuencia, el excedente de oferta de petróleo es aproximadamente de 20 millones de barriles al día, exceso que se espera que se vaya corrigiendo a medida la actividad mundial despierta de su letargo y recupera paulatinamente la normalidad.

A pesar que los bajos precios del petróleo puedan parecer una buena noticia para la economía debido al efecto ahorro en familias y empresas, cuando las caídas son tan abruptas y desestabilizadoras se generan efectos negativos de segunda ronda, cuyas consecuencias en el sistema pueden llegar a compensar los beneficios para el consumo. Entre los más damnificados destacan tanto países exportadores de petróleo, especialmente aquellos con las finanzas más débiles, así como la industria ligada al petróleo en su conjunto. Debido a que los precios actuales dejan a la mayor parte de productores operando con pérdidas, la situación podría degenerar en un fuerte aumento de las quiebras, afectando a los libros de préstamos de las entidades financieras y, consecuentemente, a todo el sistema.

Volvamos a la inversión en materias primas. Los futuros son la forma más eficaz de invertir en materias primas ya que es un mercado organizado mediante una cámara de compensación (Clearing House) que en el caso del West Texas Intermediate, el barril de petróleo de referencia en EE.UU., es la Chicago Mercantile Exchange (CME) que se encarga de garantizar la contrapartida y el buen funcionamiento entre compradores y vendedores. Cuando alguien compra un futuro, una parte se compromete a comprar algo y la otra a venderla a un vencimiento. La cámara de compensación exige unas garantías iguales a todos los agentes para evitar el impago de una de las partes. Cuando finalmente llega el día de vencimiento del contrato, las dos partes deben cumplir con lo acordado. La particularidad del WTI es que se liquida por entrega física, en concreto en una pequeña localidad de Oklahoma, Cushing, que es en realidad un enclave crucial en el mercado petrolero, gracias en parte a su situación geográfica. Es decir, el vendedor del contrato se compromete a entregar la materia prima al comprador. Por lo tanto, un inversor que quiera seguir invertido en petróleo (seguir expuesto pero sin comprar el barril físicamente) debe cancelar la posición antes de que finalice el vencimiento y comenzar un nuevo contrato con un plazo más largo.

Aunque pueda parecer que hay mucha especulación en el precio que hay detrás, muchos productores tienen la oportunidad de asegurar el precio que comprarán/venderán y así despreocuparse hasta el vencimiento. Según un informe de la petrolera rusa Lukoil, el 45% de la negociación es con un uso industrial mientras que un 40% es para un uso especulativo. El 15% restante intervienen las instituciones financieras.

[¿Qué ha ocurrido con el precio del futuro de mayo del WTI?](#)

Centrándonos en el precio del vencimiento de mayo del WTI, los contratos que vencían el 21 de mayo entraron en negativo por primera vez en la historia, es decir ¡te estaban pagando para que recibieras el petróleo! Los inversores entraron en pánico al prever que no podían guardar la materia prima y llegaron a vender el barril en precios negativos, hasta -40 dólares a quien quisiera hacerse responsable de este producto, aunque finalmente cerró en 10 dólares. Todo hace pensar que a mediados del mes de mayo el mundo continuara luchando contra el virus y la demanda de oferta será baja y continuaremos teniendo un exceso de oferta. El excedente sin precedentes de oferta se ve agravado por el hecho que la capacidad disponible de almacenamiento no da más de sí.

Evolución del precio del futuro WTI vencimiento mayo



Fuente: Bloomberg.

¿Y qué ha pasado con los ETF que replican los futuros del WTI?

El ETF más famoso que replica el WTI es el United State Oil Fund (USO US Equity), es el mayor vehículo de gestión pasiva sobre una materia prima con 3 billones de dólares bajo gestión. Sin embargo, como hemos visto con lo que ha pasado con los futuros, replicar la evolución de la materia prima es más complicado de lo que se parece. Cuando los precios de los futuros se mantienen alineados con el precio subyacente del petróleo, el desempeño del ETF tiene movimientos similares y la réplica es bastante parecida. No obstante, en momentos de extrema volatilidad el precio del ETF puede diferir del precio del subyacente como ha ocurrido. El precio de un ETF no puede ser negativo como hemos visto en los futuros, pero sí que puede llegar a ZERO, al igual que una acción.

Evolución reciente del precio del ETF United State Oil Fund (USO US Equity)



Fuente: Bloomberg

En concreto, el ETF USO comenzó a cambiar los contratos de mayo a junio en la primera semana de abril, no es pura casualidad, ya que el ETF lo hace de forma automática cuando se acerca el vencimiento del futuro. Pero imaginemos que en mayo los precios del futuro del WTI de junio se encuentran en negativo, entre la semana del 5 y el 8 de mayo, fecha que el ETF debería de hacer el *roll over* (vender el contrato vigente y comprar el siguiente vencimiento). Entonces hay una posibilidad muy elevada de que

la acción del ETF pueda llegar a cotizar cerca de 0. Además el USO vio entradas de alrededor de 1.600 millones de dólares hasta el día 21 y se vio obligado a suspender la creación de nuevas cestas de valor, que es su mecanismo de emisión de nuevas acciones que tienen como valores subyacente los contratos reales sobre el crudo, esto supone congelar la capacidad de crecimiento del fondo, que cotizará de momento con un número fijo de acciones. Lo que podemos esperar es que en caso, de que las entradas permanezcan, mayores serán las desviaciones entre el precio del ETF y el valor del subyacente.

A pesar de la casuística particular del ETF USO, generalmente los vehículos de inversión ETFs suelen ser una forma barata y sencilla de acceder a mercados difícilmente alcanzables por la complejidad de los mismos. En Caja Ingenieros somos de la opinión que el uso selectivo de ETFs sigue siendo una de las mejoras alternativas para instrumentalizar la diversificación en carteras multiactivo, especialmente aquellas cuyo objetivo pasa por beneficiarse de la diversificación en aras de buscar una protección del capital sin renunciar al crecimiento del mismo. Sin embargo, el ejemplo del petróleo nos muestra que a pesar de ser vehículos ampliamente utilizados por inversores cualificados y sofisticados, la rigurosidad en el análisis sigue siendo crítico para disfrutar de sus múltiples beneficios.

DISCLAIMER

El informe se ha realizado con la finalidad de proporcionar a los inversores información general sobre valores e instrumentos financieros, a la fecha de emisión del mismo, y está sujeto a cambios sin previo aviso. La información se proporciona basándose en fuentes consideradas como fiables, si bien, CAJA INGENIEROS GESTION no garantiza ni se responsabiliza de la seguridad de las mismas.

Es posible que la información pueda referirse a productos, operaciones o servicios de inversión respecto de los cuales exista información adicional en documentación separada, incluyendo el documento de información fundamental para el inversor y el folleto completo. Se recomienda leer dichos documentos para poder tomar una decisión fundada sobre la conveniencia de invertir en dichos productos. Puede solicitar dicha documentación a su gerente personal, en cualquier oficina de Caja de Ingenieros, en www.caja-ingenieros.es o en www.cnmv.es.

El contenido de los informes en ningún caso constituye una oferta o recomendación de compra o venta de ningún producto o instrumento financiero. El inversor debe ser consciente de que los valores e instrumentos financieros a que se refieren pueden no ser adecuados a sus objetivos concretos de inversión, por lo que el inversor debe adoptar sus propias decisiones de inversión. A tal efecto, CAJA INGENIEROS GESTION, S.A.U. en su condición de emisor del informe, así como de CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS-CAJA DE CRÉDITO DE LOS INGENIEROS, S. COOP. DE CREDITO, en su condición de comercializador, no se hacen responsables del mal uso que se haga de esta información ni de los perjuicios que pueda sufrir el inversor que formalice operaciones tomando como referencia las valoraciones y opiniones recogidas en los informes. El inversor debe, asimismo, tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

©Queda prohibida la reproducción, duplicación, redistribución y/o comercialización, total o parcial, de los contenidos de este documento, ni aun citando las fuentes, salvo con consentimiento previo por escrito de CAJA INGENIEROS GESTION, SGIIIC, SAU. All rights reserved.