

La interdependencia del sector energético y el financiero

Javier Alonso Jiménez

Director General de Credit Suisse Gestión SGIC y Profesor de CUNEF

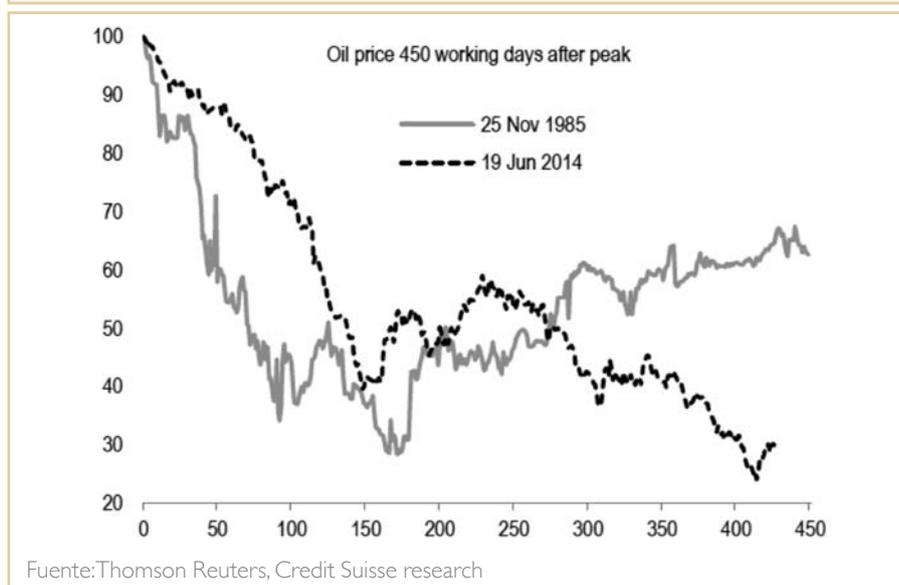
El precio del barril Brent ha pasado de cotizar a 115\$ en junio de 2014 a tocar mínimos de 26\$ el pasado mes de enero. Se trata de una caída con sólo dos precedentes, el derrumbe del 72% entre julio y diciembre de 2008 y de la misma magnitud entre marzo de 1980 y marzo de 1986. Este último caso y el actual tienen en común una política monetaria contractiva en Estados Unidos y un incremento de la oferta, aunque hay otras muchas otras causas que han generado este desplome. A lo largo de la historia se han vivido también dos fases de grandes aumentos del precio (1973-1980 y 2002-2011).

En este artículo nos vamos a centrar en la **influencia del sector de gestión de activos en el precio del petróleo**, tanto al alza como a la baja. El sector energético por su carácter muy intensivo en capital tiene una gran importancia en el mercado financiero. Se puede invertir en compañías petroleras a través de acciones, bonos, híbridos corporativos etc, si bien en este escrito vamos a tratar de explicar la incidencia del sector financiero en el precio del crudo y no tanto en la evolución de las compañías. No obstante se puede ver como el peso del sector en los índices ha caído drásticamente a niveles mínimos.

Tabla 1

Dates peak to trough	Length (years)	Trough real price (USD)	% Change in real Brent Crude Price
Jan 1864-Dec 1892	28	14.66	-88%
Jan 1895-Dec 1915	20	14.88	-66%
Jan 1920-Dec 1931	11	10.07	-72%
Nov 1979-Dec 1998	19	14.53	-88%
Average	19.5	13.54	-77%
Jul 2008-present	7.6	30.74	-79%

Figura 1



Fuente: Thomson Reuters, Credit Suisse research

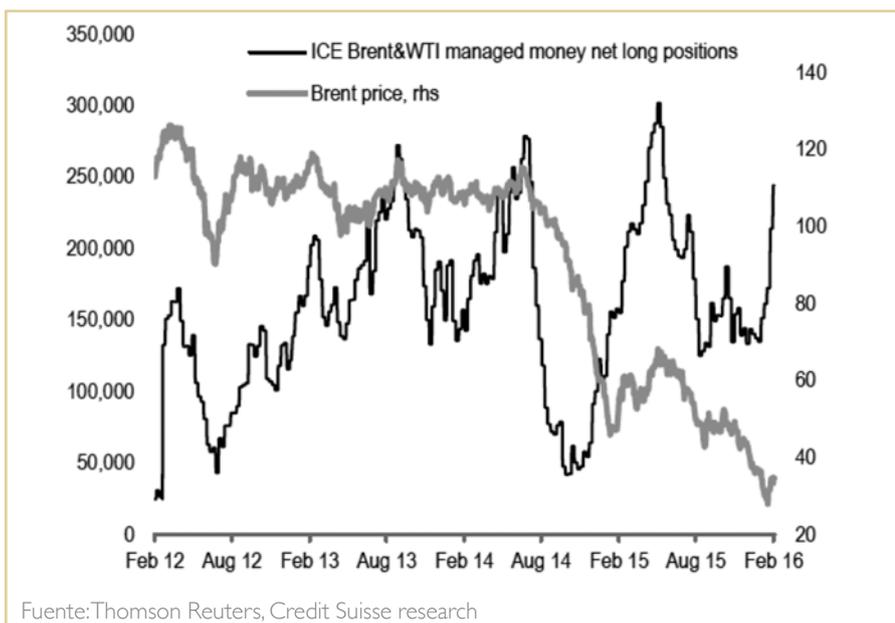
Figura 2



El precio del petróleo tiene ese componente especulativo ya que lo que se transaccionan son futuros con su considerable apalancamiento, al no tener que desembolsar más que las

garantías. Así un inversor puede comprar petróleo ahora pensando que el precio va a subir y una vez pasado el tiempo venderlo ganando una plusvalía o venderlo si cree que va a caer.

Figura 3



Principal motivación de los agentes para invertir en materias primas

Como casi todos los actos humanos tiene que existir un móvil que justifique la explosión que han tenido en volumen negociado los futuros sobre el precio del crudo. Comencemos por tanto explicando la **principal motivación de los inversores** tanto particulares como institucionales (que no especuladores) para invertir en materias primas y en concreto en petróleo. La principal razón no es otra que la disminución del riesgo global de su patrimonio. El riesgo financiero acostumbra a definirse como la varianza o desviación típica de los rendimientos de una cartera. La diversificación es una técnica de gestión del riesgo, ya que permite, incorporando activos con correlaciones inferiores a 1, disminuir el riesgo global.

Harry Max Markowitz, (Chicago, 1927) recibió el premio Nobel de Economía en 1990 y como la mayoría de los premiados en esta disciplina lo fue por trabajos realizados antes de cumplir los treinta años. Todos recordaremos la imagen en la película "Una Mente Maravillosa" de la entrega a John Nash del premio Nóbel. Markowitz es uno de los numerosos economistas laureados con el Nobel de Economía durante el siglo XX producidos por la prestigiosa Escuela de Economía de Chicago. Markowitz en 1952 publicó en el "Journal of Finance" un artículo que presentaba las ideas básicas de lo que hoy se conoce como **"teoría moderna de la gestión de carteras"**. Con esta teoría, Markowitz abrió nuevos caminos de investigación respecto a la necesidad de diversificación de las inversiones haciendo hincapié en las denominadas carteras eficientes que son aquellas que minimizan el riesgo para una rentabilidad esperada, o, a la inversa, maximizan la rentabilidad esperada para un cierto nivel de riesgo.

Markowitz compartió el premio basado en la gestión de carteras eficiente con William Sharpe y Merton Miller. El primero, con su modelo de determinación de precios de los activos, que trata de explicar los determinantes del rendimiento de los activos. Y el segundo, por sus aportaciones fundamentales a la teoría financiera de las empresas.

Esta diversificación hace varias décadas se obtenía sobre los mismos activos de forma sectorial o geográfica. Sin embargo, hoy en día, con la globalización, la correlación entre los distintos índices de los distintos países es bastante elevada por lo que para una buena diversificación no sólo deberíamos pensar en invertir en acciones o índices sino que deberíamos incorporar otra clase de activos. Así materias primas, activos reales, inmobiliarios, bonos, ETF's son instrumentos que podemos incorporar con el fin de aumentar la diversificación de nuestra cartera y reducir el riesgo.

Diferencia entre los ETF y los ETN

Habiendo identificado los **beneficios de la diversificación a través de las materias primas** profundicemos en el petróleo al tratarse de la más relevante junto con el oro. Cuando se trata de invertir en petróleo la elección del vehículo es clave. Hay diferentes maneras de comprar petróleo. Sin embargo, ninguna de ellas consiste sólo en la compra y en la entrega física de petróleo crudo, a menos que se disponga de las instalaciones de almacenamiento necesarias. Se puede comprar futuros de petróleo, comprar reservas de petróleo, o invertir en fondos cotizados derivados del petróleo. Los ETF son fondos de inversión que utilizan diferentes estrategias para invertir en el petróleo y tratar de replicar el seguimiento del precio del crudo en los mercados internacionales.

Los llamados “Exchange Traded Commodities” (ETF según sus siglas en inglés) proporcionan a los inversores un método eficaz para ganar exposición al mercado de las materias primas sin tener que asumir la entrega física de las mismas. Al estar basados en futuros de distintos vencimientos también se puede apostar por una caída del precio del crudo a través de futuros vendidos de la materia prima, que es el caso que se está dando actualmente. Por eso hay tanta volatilidad cuando se da un evento que pueda alterar el normal funcionamiento del mercado. Incluso hay ETF que duplican el comportamiento del crudo al alza o a la baja.

Casi un tercio de los contratos de futuros de petróleo en EEUU está bajo control de los fondos cotizados. Otra forma de replicar el comportamiento del petróleo son los **ETN (“Exchange Trading Notes”)**. Los ETN son instrumentos de deuda senior corporativa, no garantizados, emitidos por una entidad financiera que se compromete a pagar a los inversores la rentabilidad de un fondo vinculado a un índice o a un activo, en este caso el índice de futuros de petróleo. Esto ha hecho que los pequeños inversores y los institucionales tengan ahora más peso en los mercados globales de materias primas y en especial en el del crudo.

La contratación diaria de futuros del crudo tanto de manera directa como a través de ETF y ETN supera en los momentos de mayor volatilidad incluso en quince veces el consumo real y es que, en la negociación de estos derivados confluyen tres tipos de agentes: los que buscan una cobertura para minimizar riesgos (generalmente las compañías), los especuladores y los intermediarios financieros (a través de los que invierten los clientes institucionales). Son estos dos últimos los que negocian un volumen mayor sin tener una relación directa con las transacciones basadas en entrega

física. Es sorprendente el hecho de que en enero de este año los ETFs europeos de energía recibieran flujos por valor de 360 millones de euros, teniendo en cuenta la caída de los precios del petróleo.

Tenemos que tener en cuenta las dificultades de poder replicar de forma exacta a través de estas inversiones la evolución del precio del petróleo, ya que hay muchos productos en el mercado que no replican la estrategia por la que fueron creados. Por ejemplo, el ETF del crudo más famoso y con un valor neto de los activos de dicho fondo más alto, el United States Oil Fund (USO) fue creado en 2006 en el mismo valor que su subyacente, el petróleo crudo WTI, sin embargo con el paso del tiempo el comportamiento del ETF y del petróleo cada vez se distancia más. Se trata del ETF más líquido con unos 30 millones de nominales diarios negociados. Este ETF es gestionado por Brown Brothers Harriman con un coste anual de 0,72% y ofrece exposición al petróleo crudo liviano WTI a través de contratos de futuros más cercanos.

¿A qué se debe este fenómeno? Cuando intentamos replicar el comportamiento de una materia prima incide el hecho de que su réplica deba hacerse mediante contratos de futuros con distintos vencimientos. Y si la curva de estos contratos posee la forma de “contango” en el que el precio actual más cercano es inferior a vencimientos más lejanos y se tiene que hacer un “roll over” o renovaciones constantes, es decir, cerrar un contrato cercano porque vence y exponerse a uno más lejano para seguir estando invertido, se pierde dinero en el camino ya que el vencimiento más cercano está más caro que el precio spot.

Ese es el motivo principal de que surgieran los ETN. La estructura de un ETN reduce el “tracking error” pero añade a las inversio-

nes el riesgo de contrapartida. La elección entre ETF y ETN puede afectar al tratamiento fiscal de la inversión. El tracking error describe la volatilidad de la diferencia de rentabilidad entre un determinado fondo y el índice de referencia utilizado para seguir la evolución del precio del crudo. Si el tracking error es bajo, la probabilidad de que su comportamiento sea similar al benchmark

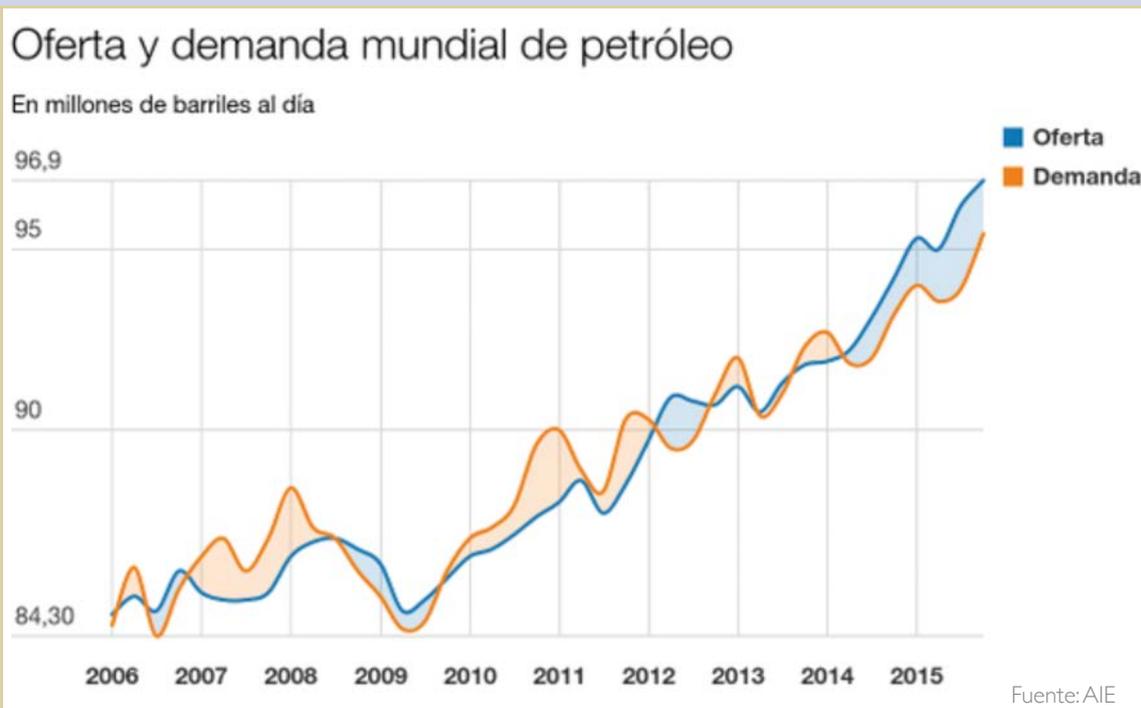
es más alto. Y viceversa, cuanto más alto sea el tracking error, menores serán las posibilidades de seguir al benchmark. Se trata, pues, de una medida de riesgo relativo. La gestora del ETN no tiene por qué poseer los bienes del subyacente que dice replicar, en este caso los futuros sobre el Brent, sino solo promete pagar una cantidad determinada en función del comportamiento de

ese subyacente. Si mientras que para el ETF se exige que cada día el fondo tenga en su propiedad los bienes que dice replicar, esto no ocurre con un ETN. Lo único que se exige a la entidad emisora del ETN es que al final de periodo de vencimiento de la deuda se pague al inversor. El resultado final del ETN puede estar ligado a un índice u otras estrategias.

Conclusión

El precio del petróleo puede variar por múltiples factores, algunos de ellos determinantes como el incremento de la demanda, una mayor oferta, energías alternativas o las condiciones geopolíticas de los países productores. En este escrito hemos tratado de explicar otros muchos que no dependen directamente de la materia prima y que aunque sea difícil de entender influyen de manera significativa en las grandes oscilaciones en su precio. Como ocurrió con las titulaciones de préstamos inmobiliarios o ciertas estructuras financieras, los mercados de capitales sirven para dar liquidez a muchos activos pero a veces acaban generando desequilibrios en la formación de precios dificultando la labor de las compañías que operan en sus mercados naturales.

Figura 4



En un período altamente especulativo, el estallido de la burbuja de la vivienda en Estados Unidos provocó la búsqueda de nuevos activos por parte de los grandes agentes financieros, siendo el petróleo uno de los nuevos refugios para el capital financiero especulativo. Las explicaciones que atribuían el alza del precio del petróleo a la demanda de China e India proveniente de su crecimiento industrial identificaban un factor, pero no podían explicar la gran magnitud de los incrementos del precio. Como en toda burbuja es necesario tener una coartada fácil de entender y difícil de cuantificar.

Tabla 2

	Net commodity imports			% ohg in currency since oil price peak	2014 current account % GDP	2016 forecast current account % GDP
	Oil	Metals	Foods			
Canada	2.5%	1.1%	0.8%	-21.9%	-2.1%	-2.7%
Australia	-1.5%	5.7%	1.1%	-23.9%	-3.0%	-4.1%
Norway	11.6%	0.5%	0.7%	-30.7%	9.4%	5.4%
Brazil	-0.3%	1.5%	2.7%	-42.6%	-4.3%	0.0%
Mexico	2.0%	0.2%	-0.4%	-31.1%	-1.9%	-3.5%
Russia	13.4%	1.0%	-1.2%	-55.2%	3.0%	4.9%
Malaysia	0.8%	-1.7%	4.1%	-22.3%	4.3%	3.8%
South Africa	-5.4%	6.2%	0.0%	-34.6%	-5.4%	-4.4%
Indonesia	-2.4%	1.1%	2.0%	-15.0%	-3.1%	-2.2%

Fuente: Thomson Reuters, Credit Suisse research

Finalmente debemos dejar constancia de otras consecuencias que genera un precio del petróleo bajo en los mercados financieros. Los fondos soberanos de alguno de los países productores se están viendo obligados a vender activos para satisfacer el estado del bienestar de sus ciudadanos. Esta venta genera mucha volatilidad en el mercado de acciones y de deuda. Igualmente muchas compañías ligadas a la exploración y producción de crudo y las de servicios petrolíferos atraviesan dificultades. Un sector con tanto peso en la economía, tanto directo como indirecto, repercute mucho en el sector financiero ya que supone un gran peso en su cartera de préstamos. La banca europea donde los activos financieros suponen tres veces el PIB de la economía europea (frente a las 0,7 veces en Estados Unidos) y con un nivel de apalancamiento alto se puede ver obligada a afrontar ampliaciones de capital y por ello el comienzo de año del sector financiero ha sido muy negativo.

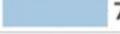
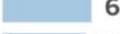
El Sovereign Wealth Fund Institute, ha calculado que los fondos soberanos mundiales concentraban en 2015 activos por 6,38 billones de euros (el doble respecto a 2007) y que el 60% de esos activos estaban vinculados a la explotación de recursos energéticos. Solo entre 2010 y 2015, cuando el barril Brent llegó a cotizar por encima de los 120 dólares, se añadieron 22 nuevos fondos a los 70 que ya existían, según el último informe de sector publicado por KPMG, ESADE e ICEX.

Muchas veces tratamos de diferenciar entre causas estructurales y coyunturales para explicar la evolución del precio del crudo y mientras en el pasado dependía de factores de oferta y demanda, en esta crisis debemos analizar no solo el factor de las nuevas tecnologías que incrementa la oferta sino de energías alternativas que la desplaza.

Por todo ello no podemos analizar la evolución del precio del crudo sin tener presentes no ya solo variables de diversa índole sino sectores que en principio no guardaban relación con el energético.

Figura 5

LOS MAYORES FONDOS SOBERANOS DEL MUNDO

País	Volumen de activos (en miles de millones de dólares)	Fecha de creación	Fuente de financiación
 Noruega	 824,9	1990	Petróleo
 EAU	 773	1976	Petróleo
 China	 746,7	2007	Otra*
 Arabia Saudí**	 632,3	No disponible	Petróleo
 Kuwait	 592	1953	Petróleo
 China	 474	1997	Otra*
 Hong Kong	 442,4	1993	Otra*
 Singapur	 344	1981	Otra*
 Qatar	 256	2005	Petróleo y gas
 China	 236	2000	Otra*

* Distinta de las materias primas ** El fondo saudí está integrado en el banco central

Fuente: Sovereign Wealth Funds Institute

El sector financiero también puede mediatizar el comportamiento del sector energético por la creación de titulaciones de deuda de empresas energéticas que son negociadas por los fondos de gestión alternativa. De nuevo subyace el drama del apalancamiento. . El Bank of International Settlements (BIS, por sus siglas en inglés) el Banco Central de los Bancos Centrales, con sede en Basilea expone esta circunstancia . A juicio de BIS “la carga de la mayor deuda del sector petrolero pudo haber influenciado la reciente dinámica del mercado petrolero al haber expuesto a los productores a riesgos de solvencia y liquidez”, cuando los “menores precios tienden a reducir el valor de los activos petroleros que respaldan la deuda”.

La mayor fuente de inestabilidad procede pues como hemos visto del sector financiero, donde se encuentran los mayores riesgos para la economía mundial. El bajo precio del petróleo puede acabar con muchas empresas pequeñas y medianas dedicadas a la exploración y producción del petróleo. Las empresas en estas actividades son financiadas en gran parte por bancos pequeños y medianos, en su mayoría regionales en Estados Unidos y a través de bonos de altos rendimientos llamados en épocas de bonanza “high yield “y en estos tiempos “junk bonds” o bonos basura. Esto puede producir un efecto dominó sobre otros activos y mercados financieros, generando una inestabilidad financiera generalizada, parecida al efecto del colapso del mercado hipotecario en Estados Unidos en 2007-08. Incluso ante la falta de liquidez de ciertos bonos los gestores de hedge funds se cubren vendiendo el equity o con opciones de renta variable comprando puts o derechos de venta. ■