
CRUDO: BACKWARDATION AL FUTURO

NOVIEMBRE 2018

La curva de futuros sobre crudo ha estado en backwardation durante buena parte del año pasado, impulsada por la restricción de oferta. Esto ha proporcionado a los inversores el adicional de un rolo más allá de las plusvalías obtenidas de los movimientos del precio spot del crudo. A pesar de que creemos que este mercado yace equilibrado actualmente, es un equilibrio frágil. Si la más reciente curva en backwardation fuese un indicio de un mercado con oferta ajustada, creemos que esta backwardation podría continuar debido a que la falta de inversión en la exploración y producción de crudo, mantendría a la oferta contraída. Asimismo, tampoco se pueden descartar mayores distorsiones de suministro.

ROLO: UNA FUENTE DE BENEFICIOS

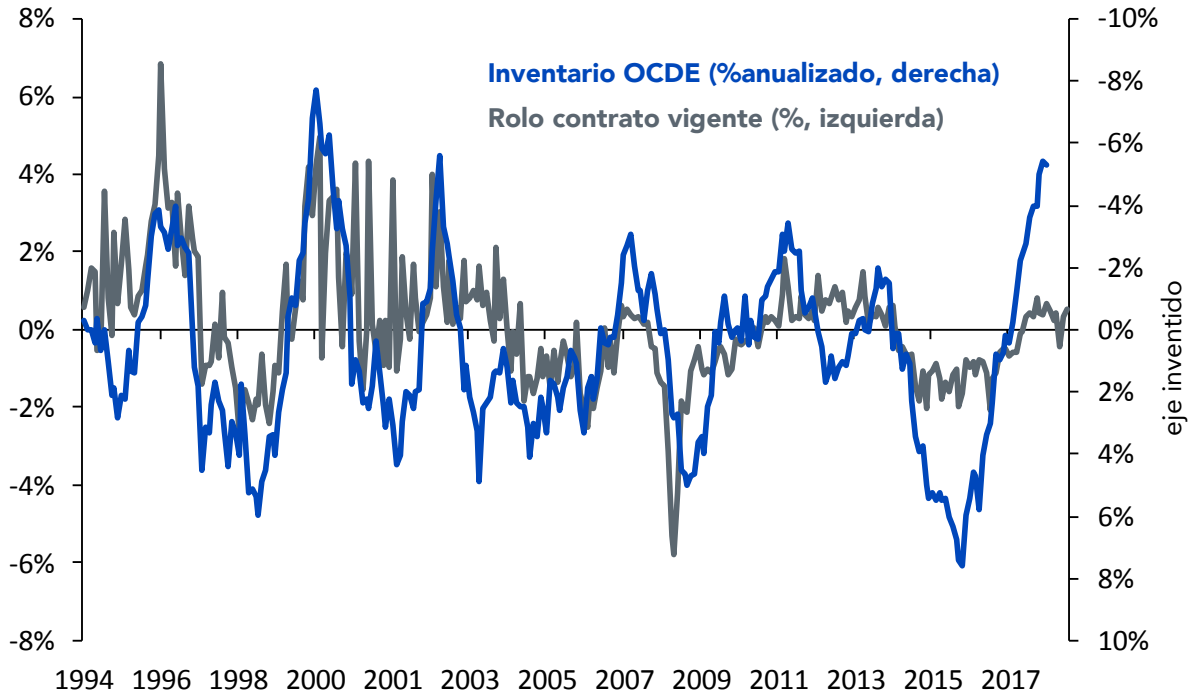
La backwardation¹ de la curva de futuros es una señal de contracción de la oferta. En este escenario, dado que existe la posibilidad de que genere un "rolo", los consumidores/inversores están dispuestos a pagar más por el precio spot o la entrega del mes vigente, que a adquirir un contrato con fecha de entrega en unos meses (lo que sería más barato).

Un inversor puede generar rolo cuando un futuro sobre materia prima se acerca a su vencimiento. Si el inversor desea mantener la exposición a la materia prima, puede vender su contrato existente y adquirir uno nuevo a lo largo de la curva. Si la curva del futuro se encuentra en backwardation, el inversor venderá el contrato a un precio más elevado del que está comprando, generando un beneficio como resultado.

Históricamente, hemos visto que cuando la curva de los futuros sobre crudo yace en backwardation (por ejemplo, que los rolos son positivos), los inventarios de crudo tienden a caer (por ejemplo, cuando la demanda es mayor que la oferta).

¹Backwardation: cuando el contrato de futuro vigente puede ser vendido a un precio superior al coste de compra de un nuevo futuro. Esto genera un beneficio para el inversor. Para obtener una explicación completa de los conceptos de backwardation, contango, rolos, rentabilidad spot, rentabilidad total, rentabilidad excedente y rendimiento colateral, por favor diríjase a las páginas 48-52 de la ETPedia (al capítulo de Entendiendo los índices sobre Materias Primas).

Figura 1: Rolos del Brent e inventarios de crudo OCDE



Fuente: Bloomberg, WisdomTree con datos disponibles al 30 de septiembre de 2018

La rentabilidad histórica no es ninguna indicación de rentabilidad a futuro y cualquier inversión puede perder valor.

El indicio de una restricción de la oferta también puede ser una señal de que los precios están subiendo. Si bien no hay garantía de que los precios vayan a subir, históricamente, parecería que cuando la curva de los futuros sobre crudo ha estado en backwardation (léase, que los rolos han sido positivos), las rentabilidades excedentes² han sido más positivas que negativas..

LOS ROLOS DEL BRENT Y LA RENTABILIDAD EXCEDENTE

	Rolo positivo	Rolonegativo	TOTAL
Rentabilidad excedente positiva	39	25	64
Rentabilidad excedente negativa	18	28	46
TOTAL	57	53	110

Fuente: Bloomberg, WisdomTree, con datos disponibles al 30 de septiembre de 2018. Utilizándose las rentabilidades excedentes publicadas por Bloomberg y los rolos implícitos (utilizando un precio de un contrato vigente) desde el segundo trimestre de 1991, al tercer trimestre de 2008.

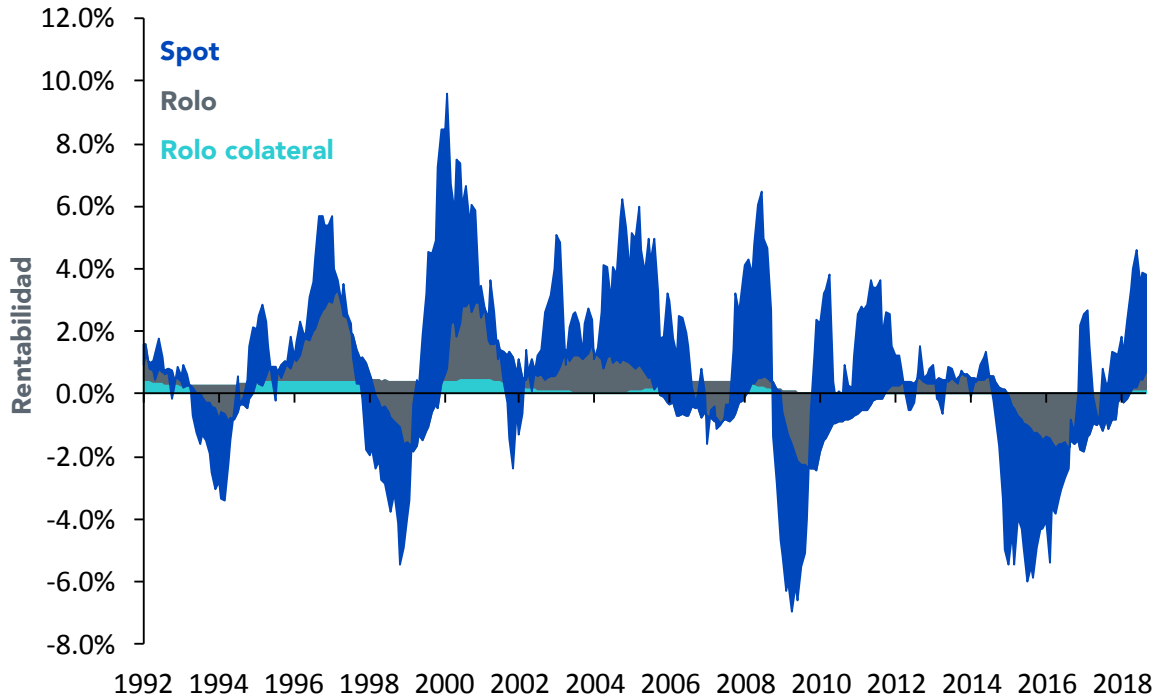
La rentabilidad histórica no es ninguna indicación de rentabilidad a futuro y cualquier inversión puede perder valor.

Durante el año pasado, un inversor hubiese ganado un 44% sobre el precio y un 9% sobre el rolo, de haber invertido en una estrategia de un futuro vigente sobre Brent y un 42% sobre el precio y un 3% sobre el rolo, de haber invertido en una estrategia de un futuro vigente sobre WTI³.

²La rentabilidad excedente es la rentabilidad total menos el rendimiento colateral.

³ Calculado utilizando el Índice Bloomberg Commodity para las rentabilidades excedentes del Brent y WTI y los precios spot de los futuros vigentes a lo largo del presente año hasta el 30 de septiembre último. El cálculo está basado sobre el índice, no sobre el producto y por lo tanto, no incluye los costes de honorarios. Un inversor también ganaría en el Brent un rendimiento colateral de aproximadamente un 3% y de un 2% en el WTI.

Figura 2: Composición de la rentabilidad total del Brent (rola medio de 12 meses)



Fuente: Bloomberg, WisdomTree, con los datos disponibles al 5 de octubre de 2018

La rentabilidad histórica no es ninguna indicación de rentabilidad a futuro y cualquier inversión puede perder valor.

¿POR QUÉ LAS CURVAS DEL CRUDO RECIENTEMENTE HAN ESTADO EN SU MAYORÍA EN BACKWARDATION?

La backwardation de la curva ha estado impulsada más que nada por la Organización de Países Exportadores de Crudo (OPEC). Desde enero de 2017, el cártel petrolero ha restringido la oferta de crudo al establecer a sus miembros y socios, un límite a la producción que pudieran realizar. A pesar de que históricamente el organismo nunca ha sido capaz de hacer cumplir sus límites impuestos, esta vez lo ha logrado excepcionalmente bien. Parte de ello se debe a que, hasta junio de 2018, a cada país se le estableció un techo individual (más que uno grupal), lo cual ha ayudado a restringir la oferta de crudo.

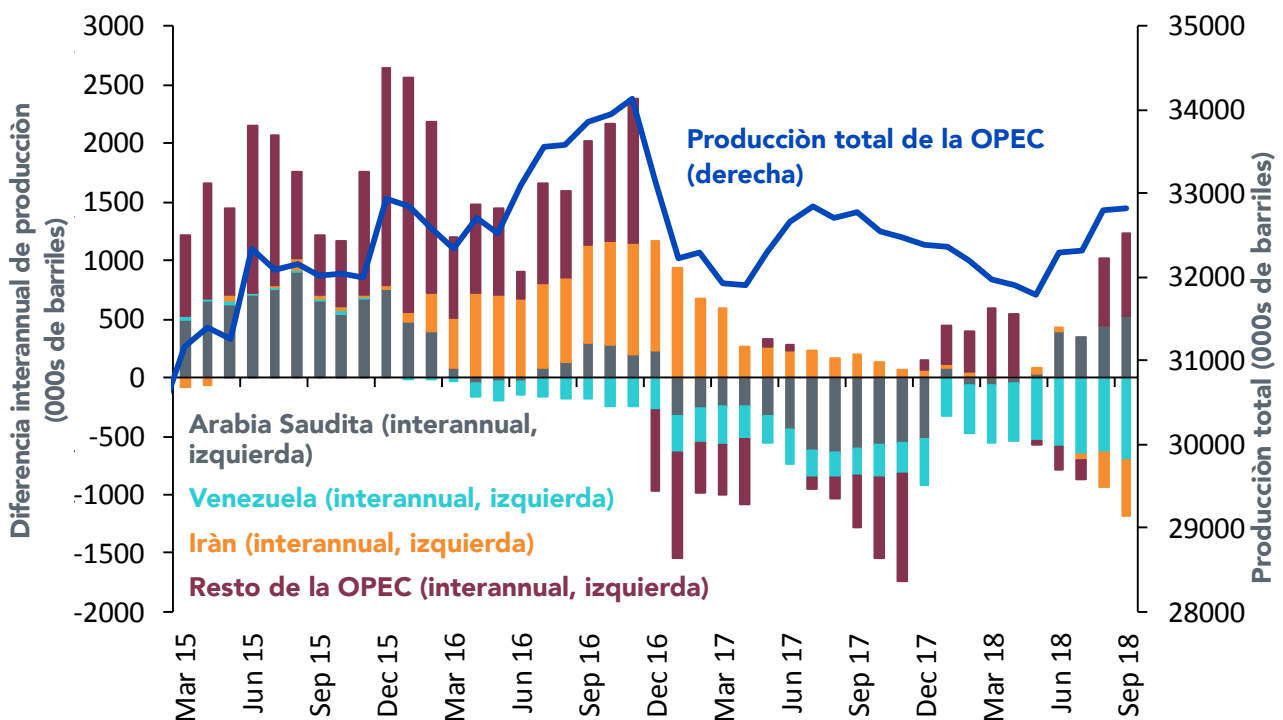
Otra razón por la que la OPEC ha cumplido bien, es debido a las interrupciones no intencionadas de la producción. Por ejemplo, Venezuela ha padecido una implosión económica y esto ha impactado significativamente sobre la producción de crudo. La incapacidad de Venezuela para pagar a los proveedores de servicios internacionales, ha llevado a que quede apartada. Las distorsiones de suministro en Libia y Nigeria, también han contribuido a las alteraciones de oferta de la OPEC.

¿PUEDE DURAR LA BACKWARDATION?

Tambaleándose sobre el tramo frontal del Brent

En junio de 2018, la OPEC dejó de exigir el cumplimiento de límites de producción individuales y por lo tanto, el nivel de cumplimiento constatado el año pasado puede no durar en caso que el organismo regrese a las modalidades de antes. Esto podría explicar por qué el tramo bien frontal de la curva de los futuros sobre Brent, volvió a estar en contango en julio y agosto. De hecho, claramente Arabia Saudita –el mayor productor de la OPEC- ha expandido la producción desde que terminó el sistema de límite por país, lo que ha llevado a otros miembros a ampliarla también –a excepción de Venezuela e Irán-. Tras haber vuelto la curva a estar completamente en backwardation, su tramo corto yace ahora en contango, lo cual ha estado impulsado por los temores de un exceso de oferta generado a partir del aumento de las plataformas de crudo activas en los EE.UU, así como también los retrasos en la implementación completa de las sanciones a Irán. Igualmente, pesar de estos acontecimientos recientes, no esperamos que impacten significativamente sobre la oferta de largo plazo. Por otro lado, la continua caída de la producción en Venezuela e Irán, debería mantener la percepción de una oferta ajustada y por ende, de una backwardation. Aunque el tramo frontal de la curva continuará expuesto a cambios, no creemos que sean duraderos como para que la mayoría de las curvas vuelvan a estar en contango.

Figura 3: Diferencia anualizada de la producción de crudo de la OPEC



Fuente: Bloomberg, WisdomTree, con los datos disponibles al 5 de octubre de 2018

La rentabilidad histórica no es ninguna indicación de rentabilidad a futuro y cualquier inversión puede perder valor.

LA AMENAZA QUE REPRESENTA EL RETIRO DE IRÁN

Por el momento, los mercados internacionales del crudo yacen en equilibrio. Sin embargo, a pesar de que la OPEC está expandiendo su producción y la de shale estadounidense continúa creciendo, el balance es frágil. Solamente puede bastar que surja un shock de oferta proveniente de Libia o Canadá para replantearse la oferta.

Las sanciones extraterritoriales de EE.UU sobre Irán pueden representar un factor de restricción. Entre 2016 y 2017, Irán fue un gran contribuyente al crecimiento de la producción de la OPEC. Sin embargo, Estados Unidos fijó como fecha límite principios de noviembre para que los países acaten las órdenes de embargo a las importaciones de crudo iraní (cuyas implementaciones completas han sido retrasadas). Como resultado, la producción de Irán ha disminuido en los últimos meses. La magnitud del declive de la producción iraní podría aumentar si las sanciones se aplican con fuerza.

Aunque las exportaciones iraníes a Japón e India están disminuyendo, por ahora, esperamos que las autoridades chinas ignoren en gran medida las sanciones de Estados Unidos. Sin embargo, cabe el riesgo de que China, considerado el mayor importador de crudo iraní, se acople al embargo contra el país. Un acuerdo comercial con Estados Unidos podría implicar la adhesión a las sanciones como un requisito previo. Incluso en ausencia de un acuerdo comercial, la influencia de los Estados Unidos es poderosa. Por ejemplo, Sinopec, una refinería petrolera estatal china que cotiza en las bolsas de valores de Hong Kong y Nueva York, ha reducido las importaciones iraníes tras la presión ejercida por EE.UU para su cumplimiento.

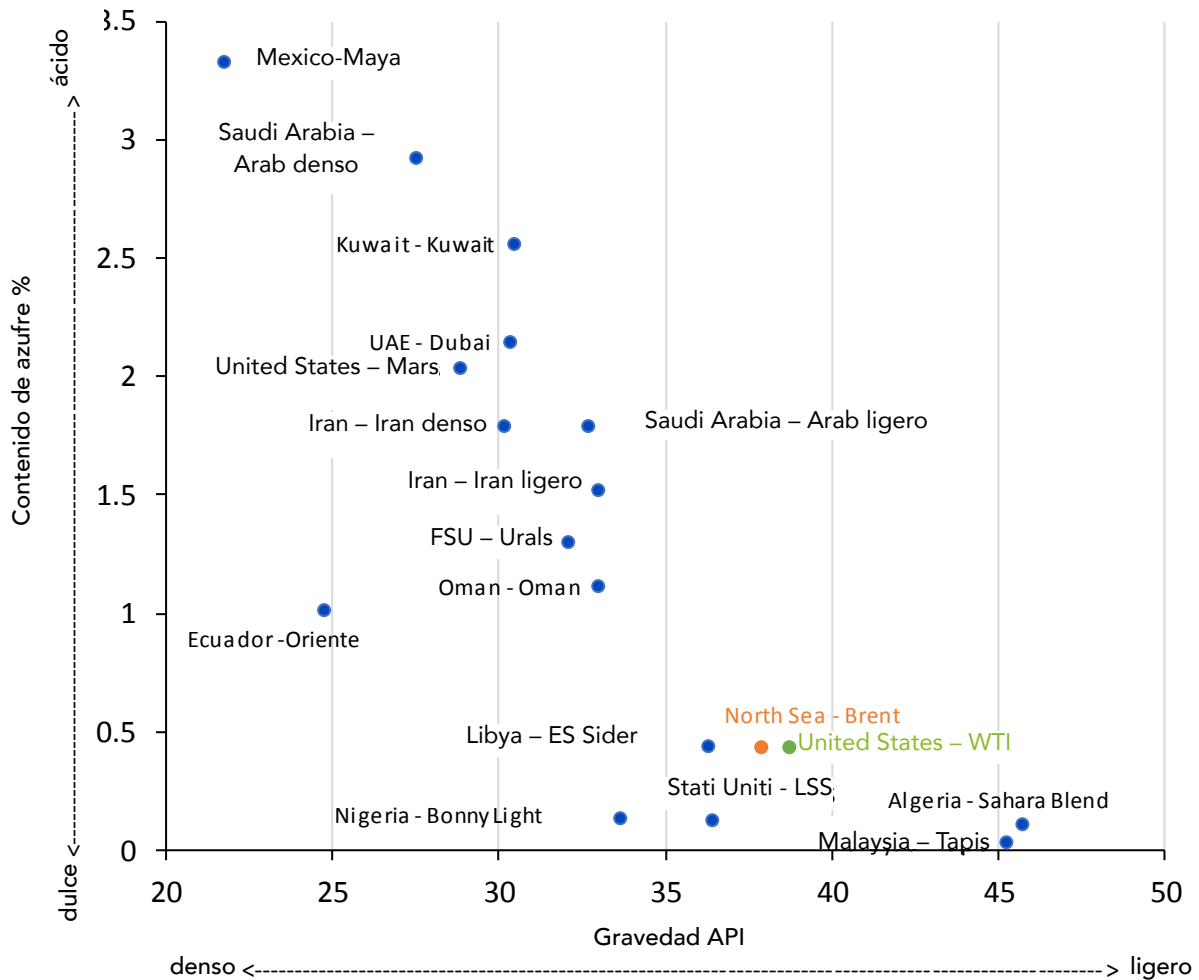
Para agravar las cosas, Irán puede bloquear los envíos alrededor del Estrecho de Ormuz, un punto estratégico vital de 21 millas de ancho en el Golfo Árabe, lo que reduciría aún más el suministro mundial de crudo.

LA REDUCCIÓN SE CONCENTRA EN LOS CRUDOS DENSOS

Nos parece que el suministro de los crudos "más densos" son los que corren el mayor riesgo de ser reducidos. Venezuela, Irán y Canadá producen los crudos "pesados" (de baja gravedad API) y "amargos" (con alto contenido de azufre) y son los que han realizado los mayores recortes de producción este año (siendo probable que los dos primeros continúen realizando cortes). En cambio, la mayor parte del crecimiento de la oferta de crudo mundial, proviene del tight oil estadounidense, el cual es "ligero" (con alta gravedad API) y "dulce" (bajo en azufre). Por lo tanto, a pesar de que la oferta mundial de crudo yace cerca del equilibrio sobre el nivel base, el crecimiento de la producción de crudo es desigual, con caídas en la oferta de crudos pesados e incrementos en los crudos ligeros.

Los refinadores generalmente están estructurados para procesar un crudo de cierto grado, es decir, con un nivel específico de azufre y gravedad API. Si bien pueden cambiar sus procesos para adaptarse a diferentes calidades de crudo, esto requiere inversión y en general, no se puede lograr en el corto plazo. Una escasez de crudos más pesados podría plantear problemas para los refinadores. Por lo tanto, es probable que los precios de los crudos pesados (o sustitutos de los crudos pesados) tengan un mejor desempeño que los crudos más ligeros debido a la escasez de oferta.

Figura 4: Crudo por densidad y contenido de azufre

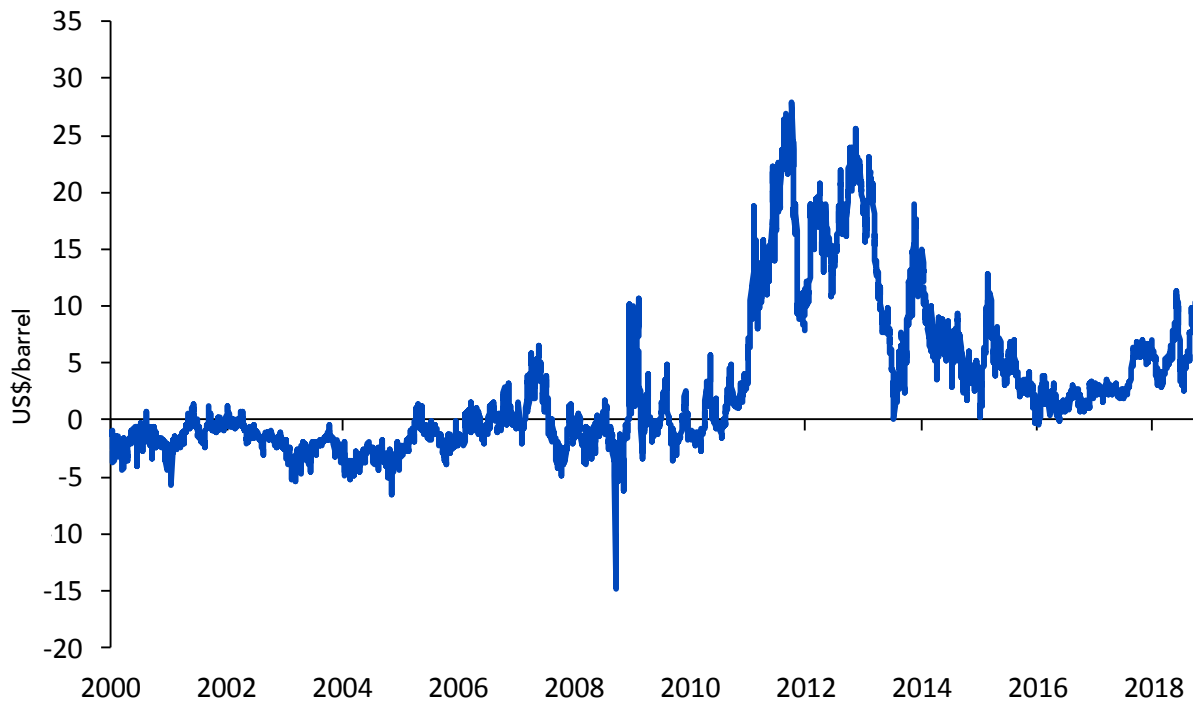


Fuente: Agencia de la Información Energética, WisdomTree, con los datos disponibles al 4 de octubre de 2018

La rentabilidad histórica no es ninguna indicación de rentabilidad a futuro y cualquier inversión puede perder valor.

El Brent y el WTI son tipos similares de crudo y se considera que están en los extremos “más ligeros” y “dulces” del espectro. Aunque ninguno de ellos son índices de crudo pesado, el Brent se considera en general como una referencia de los precios internacionales y esperamos que la escasez en el suministro de crudo se refleje en el índice Brent. Es por este motivo, que esperamos que el Brent continúe operando con una prima sobre el WTI (como lo ha hecho en gran parte desde 2010).

Figura 5: Brent – WTI Spread



Fuente: Bloomberg, WisdomTree con los datos disponibles al cierre del 4 de octubre de 2018

La rentabilidad histórica no es ninguna indicación de rentabilidad a futuro y cualquier inversión puede perder valor.

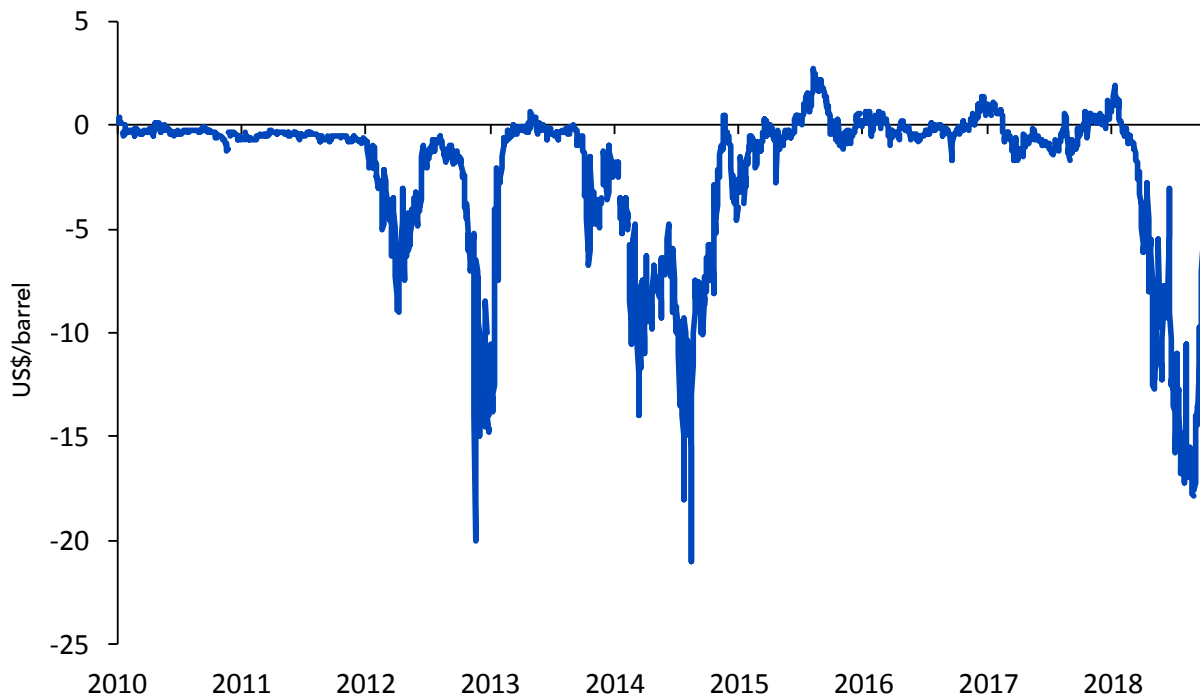
ES IMPROBABLE QUE LA OPEC CAMBIE EL RUMBO DE SU POLÍTICA

A pesar de que la OPEC es altamente impredecible, dudamos que el grupo regrese al período sin cuotas límite de 2014-2016. Sí, es cierto, las relaciones entre Irán y Arabia Saudita han llegado a un punto en el que los representantes de los respectivos países apenas pueden estar en la misma sala. Si bien esto casi arruinó las reuniones de la OPEC de junio de 2018, creemos que la voluntad del resto del grupo y sus 10 socios externos, son lo suficientemente fuertes como para continuar con el acuerdo. Aunque es posible que no profundicen sus relaciones, ninguna de las naciones miembro quiere volver a la situación en 2014, cuando la caída en los precios del crudo fue tan grande, que se vio amenazada su salud económica y financiera; es probable que ya les sea bastante doloroso de por sí contemplar el descalabro en Venezuela. Si bien Arabia Saudita y Rusia han indicado que están dispuestos a aumentar la oferta para evitar una reducción excesiva, se benefician de cierta restricción debido a los precios más altos y por lo tanto, creemos que no la ampliarán de forma drástica.

EL CONTINUO CRECIMIENTO DE LA PRODUCCIÓN DE SHALE NO ESTÁ ASEGURADO SIN LA CONSTRUCCIÓN DE NUEVA INFRAESTRUCTURA

Tal como hemos discutido, el principal sector de donde surge el crecimiento de la producción de crudo en EE.UU, es el del tight oil. Pero inclusive en el mismo, el crecimiento está acotado. La infraestructura necesita ampliarse en paralelo con el aumento de la producción de crudo. El hecho de que el WTI de Midland se esté negociando bajo un fuerte descuento en relación al WTI de Cushing, indica que existe un exceso de producción en las regiones del tight oil que hacen que la misma no pueda ser transportada lo suficientemente rápido. Las limitaciones de infraestructura podrían reducir la capacidad del shale estadounidense de satisfacer a la demanda global.

Figura 6: WTI Midland - WTI Cushing



Fonte: Bloomberg, WisdomTree, dati disponibili al 3 ottobre 2018

La performance storica non è indicativa della performance futura e qualunque investimento può perdere di valore.

LA DEMANDA PERMANECE SÓLIDA POR EL MOMENTO

Tal como hemos indicado en nuestro artículo titulado "La inversión limitada en el crudo y el gas podría estar generando una contracción de oferta a futuro", es probable que, a medio plazo, se genere una restricción de oferta en caso de que la demanda continúe siendo robusta. A diferencia de otras materias primas cíclicas como los metales industriales, el mercado parece no temer a una contracción de la demanda del crudo surgida de la guerra comercial actual. No podemos explicar esta dicotomía. Sospechamos que el mercado está equivocado respecto a los metales industriales, más que con respecto al crudo. De hecho, la Agencia Internacional de Energía (AIE) estima que la demanda crezca en 1.4 millones de barriles diarios en 2018 y 1.5mb/d en 2019 (tras el incremento de 2017 de 1.5mb/d). Sin embargo, de replantearse el mercado las perspectivas de la demanda de crudo, la curva podría revertirse de manera continua a contango.

CONCLUSIÓN

La backwardation en las curvas de los futuros sobre crudo, es una señal de mercado alcista. Aunque creemos que el mercado yace equilibrado, existe una contracción de oferta en ciertas áreas como por ejemplo, los crudos más densos. Esto podría ser suficiente para asegurarse que la curva de los futuros se mantenga en buena parte en backwardation de aquí en más, a pesar de los cambios a corto plazo en el tramo corto de la curva entre backwardation y contango. No creemos que vaya a haber un nuevo incremento de oferta como tampoco una caída de la demanda –a menos que las expectativas actuales de una demanda mayor sean infundadas–.

INFORMACIÓN IMPORTANTE

Este comunicado ha sido emitido y aprobado de acuerdo con el Art. 21 de la Ley de Servicios y Mercados Financieros del 2000 por WisdomTree UK Limited (en adelante, "WTUK"), entidad autorizada y registrada en la Autoridad de Conducta Financiera del Reino Unido (United Kingdom Financial Conduct Authority ("FCA")).

La información contenida en esta comunicación es sólo para su información general y no será considerada una oferta de venta ni una solicitud de oferta para que compre valores. Esta comunicación no deberá ser utilizada como base de una decisión de inversión. El rendimiento histórico no es indicativo del rendimiento futuro y cualquier inversión puede perder valor.

Este documento no es, y en ningún caso deberá considerarse como un anuncio o cualquier otro paso en la consecución de una oferta pública de acciones o valores en los Estados Unidos ni provincia ni territorio del mismo. Ni este documento ni ninguna copia del mismo deberá ser usado, transmitido o distribuido (directa o indirectamente) en los Estados Unidos.

Este comunicado puede contener comentarios independientes del mercado elaborados por WTUK basados en información disponible al público. Aunque WTUK se esfuerza por asegurar la exactitud del contenido para este comunicado, WTUK no garantiza su exactitud o veracidad. Cualquier proveedor de información utilizado como fuente de la información de este comunicado no representa de ninguna manera ni garantiza dicha información. WTUK ha expresado su propia opinión relacionada a determinados productos o actividades de mercado, si bien, este punto de vista podría cambiar. Ni WTUK, ni ninguna filial, ni ninguno de sus respectivos ejecutivos, directores, socios o empleados acepta ninguna responsabilidad de ningún tipo de cualquier pérdida directa o indirecta derivada del uso de este comunicado o de su contenido.

La FCA requiere a WTUK para que aclare que no está actuando en su nombre en relación con la inversión o inversiones a que se refieren este comunicado. En particular, WTUK no le proveerá de ningún servicio de inversión, ni asesoramiento, ni recomendación para ninguna transacción. Ningún representante de WTUK estará autorizado para hacerle creer lo contrario. Por lo tanto, WTUK no será responsable de proporcionarle la protección ofrecida a sus clientes y usted deberá buscar su propio asesor legal, de inversiones, fiscal o el que usted considere.