

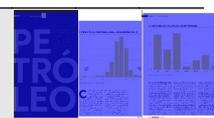
PRODUCTOS **ALTERNATIVOS**  
por Tomás García-Purriños



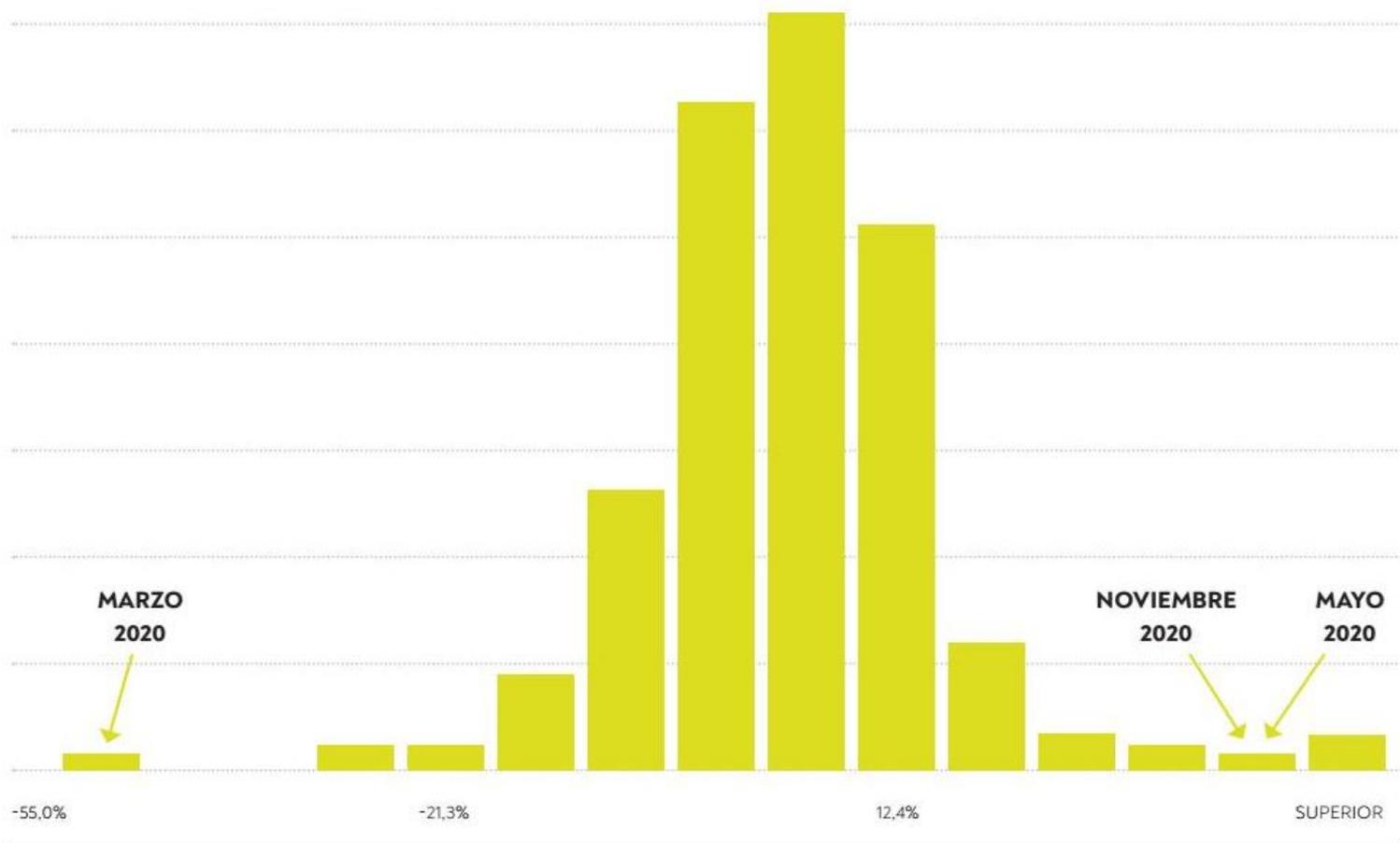
# PETRÓLEO

La distribución de los retornos mensuales del Brent no es normal. En marzo se desvió casi seis veces de su media. Algo que debería ocurrir solo cada varios cientos de miles de años.

UN AÑO DE EXTREMOS



## DISTRIBUCIÓN DE LOS RETORNOS MENSUALES DEL PETRÓLEO BRENT



Fuente: Thomson Reuters y Santander Asset Management.

**C**on una revalorización de casi el 30%, el Brent ha cerrado noviembre con una rentabilidad mensual desviada de más de 2,6 veces respecto a su promedio. Si estos rendimientos siguieran una distribución normal, deberíamos haber presenciado algo así solo unas tres veces desde los años 90.

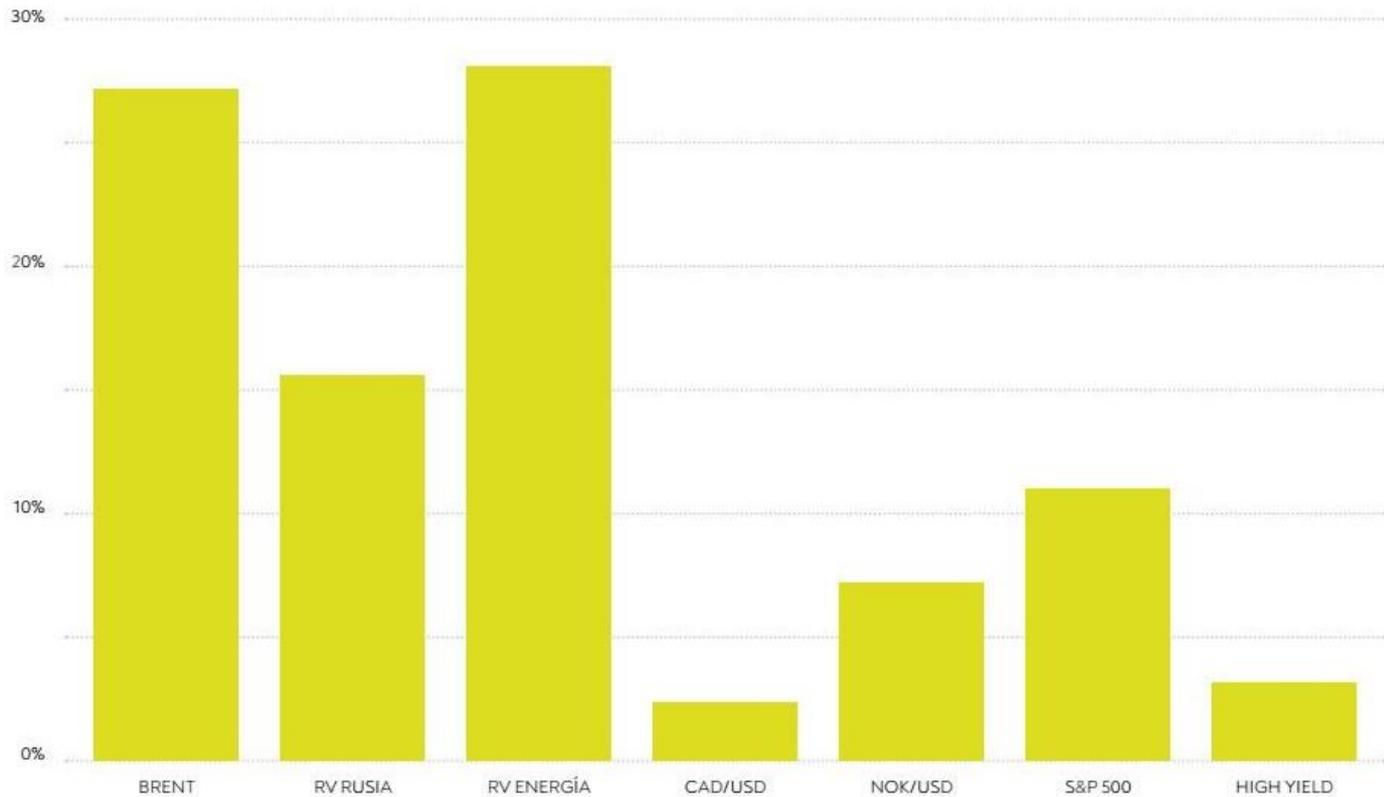
Sin embargo, se han materializado hasta 10 movimientos mensuales del crudo con desviaciones superiores en los últimos 30 años. Tres de ellos en

2020. De hecho, el pasado mes de marzo, el retorno se desvió casi seis veces de su media, algo que debería ocurrir cada varios cientos de miles de años.

Obviamente, la distribución de los retornos mensuales del Brent no es normal. Aun así, los cálculos anteriores pueden servir como ejemplo para entender lo extremo de los movimientos que hemos vivido este año tan atípico.

Estas variaciones en el precio no son más que un reflejo de la incertidumbre respecto a los fundamentales. En abril, el exceso de oferta del crudo superó ▶

## LA RENTABILIDAD DE LOS ACTIVOS EN NOVIEMBRE DE 2020



Fuente: Thomson Reuters y Santander Asset Management.

los 18 millones de barriles diarios, justificando precios del WTI negativos y demostrando una realidad a veces ignorada por los inversores más tradicionales: el precio spot de las materias primas suele depender sobre todo de la oferta y la demanda coincidente y menos de sus expectativas (que influyen principalmente en la forma de la curva de los futuros).

Con dos tercios del mundo afrontando algún tipo de medida sobre la movilidad, la caída de la demanda de petróleo (superior al -20% en menos de un mes) fue difícilmente digerible, independientemente de los drásticos recortes de producción.

Exceso de oferta/demanda, inventarios, forma de la curva de futuros y precios de contado están fuertemente

relacionados debido a las dinámicas de los costes de almacenamiento y convenience yield. Pero cuando se producen shocks como el de este año, estas dinámicas se complican más, si cabe.

La incertidumbre en todas las variables anteriores influye notablemente en cualquier expectativa que podamos hacernos sobre los precios y sus movimientos, por lo que es lógico pensar que la volatilidad, aunque descienda dadas las mejores perspectivas para la economía, se debería mantener elevada comparada con sus patrones históricos. En cuanto al movimiento de noviembre, si había un argumento en contra de la extendida narrativa de que mercados financieros y economía recorrieran caminos muy diferentes en 2020 era,

sin duda, el mal comportamiento de los activos relacionados con el ciclo. De hecho, esta realidad reforzaba más bien la idea de una recuperación en forma de K, con claros ganadores y perdedores.

Así, por ejemplo, la diferencia de rentabilidad entre el mejor y el peor sector del S&P 500 (tecnología y energía, respectivamente) se movió el pasado año cerca de sus máximos históricos y el Nasdaq acumulaba más de un +25% hasta octubre, frente al casi -50% del precio del crudo.

Durante noviembre, tras las buenas noticias sobre las diferentes vacunas que han permitido una activación del apetito por el riesgo de los inversores, el petróleo ha sido uno de los grandes protagonistas, recuperando parte de

## LA EXPECTATIVA DE QUE EL CRECIMIENTO ECONÓMICO SE SINCRONICE DE NUEVO CON MENORES DIFERENCIAS ENTRE REGIONES HA SIDO UN CATALIZADOR POSITIVO PARA LAS MATERIAS PRIMAS

sus caídas. La expectativa de que el crecimiento económico se sincronice de nuevo con menores diferencias entre regiones ha sido un catalizador positivo para las materias primas, al que se añade un dólar más débil.

Esta recuperación ha pesado notablemente sobre la rentabilidad del sector energía en renta variable. Así, superó el +25% en el mes tanto en Estados Unidos como en Europa. Superando, además, su beta histórica frente a los precios de contado de la energía.

También hemos visto una sensible recuperación del crédito high yield y de las divisas y la renta variable de países productores de petróleo (Canadá, Noruega, Rusia, etc.), si bien en este caso las betas se han mantenido más cercanas a sus medias históricas.

La mayor beta del sector energía en renta variable se puede justificar, además de en la recuperación del precio del crudo y las mejores expectativas sobre la economía, en la rotación hacia valor, con unos flujos de entrada en ETF de este factor doblando sus máximos mensuales anteriores.

En general, la narrativa del mercado ha cambiado drásticamente en cuestión de un mes, justo cuando más complicadas parecían ponerse las cosas para la economía, dado el contexto

de medidas más restrictivas de cara a frenar la segunda ola de infecciones.

La vacuna, aunque esperada, ha dado un respiro a los activos relacionados con el ciclo, incrementando el optimismo de los inversores en general. Esto ha sido palpable en una revisión al alza de las expectativas por parte de diversos organismos y entidades, en línea con la recuperación que han mostrado los fundamentales cuando se han relajado las medidas de contención.

Con todo, y a pesar de que es cierto que hay datos que invitan al optimismo, cabe mantener la prudencia. La incertidumbre sigue siendo alta. En el caso del petróleo, el exceso de oferta podría mantenerse durante la entrada de 2021 y podríamos asistir a una recuperación de la producción de la OPEC en línea con la que ya se está viendo en países no OPEC. El menor riesgo geopolítico podría traducirse en la entrada de nueva producción y, tras sus últimos recortes, el dólar ya no es una divisa con una valoración cara (de acuerdo a la Paridad de Poder Adquisitivo).

En conclusión, quizá las próximas principales novedades en el precio del crudo sean sobre la curva de futuros y no tanto sobre el precio spot. ■