

## Market Clip

10 de Enero de 2018

Ignacio Dolz de Espejo. CIO

### Petróleo y petroleras

Creemos que el precio del petróleo está razonablemente valorado pero que las compañías siguen ofreciendo una oportunidad.

El petróleo ha subido considerablemente en 2017 y creemos que se mantendrá en estos niveles en 2018. Los principales motivos son 1) una demanda al alza y 2) recortes de producción por parte de la OPEP. La suma de ambos ha compensado con creces el 3) incremento de producción de shale gas en EEUU (desarrollamos estos puntos más adelante). Curiosamente, a pesar de que el precio del petróleo (en contado) ha subido, los precios que descuentan los futuros han caído por debajo (lo que se llama backwardation) Esta situación es atípica frente a la tónica habitual de que los precios de los futuros estén por encima del contado (contango) como consecuencia de tipos de interés, costes de almacenaje... Un cambio así en las curvas de futuros (ver gráfico 1) normalmente es debido a una situación temporal de escasez de oferta y fortaleza de la demanda. Creemos que en 2018 la demanda seguirá creciendo gracias a los países emergentes y que la oferta también irá aumentando al mismo ritmo.

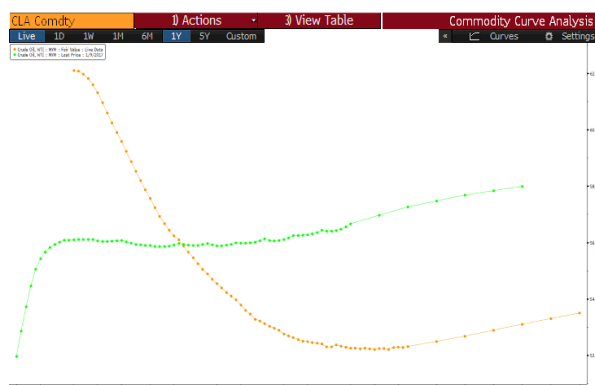
#### ¿Qué ha ocurrido en 2017?

1. La demanda de petróleo se ha acelerado aproximadamente en 1,5 millones de barriles al día (mmbd) en 2017. El año pasado ya creció en 1,3 mmbd. De estas cifras, 1,1 viene de emergentes (China aportó 0,5 mmbd) y de la OCDE sólo 0,4 mmbd. ¿Por qué ha crecido la demanda? Por la aceleración del crecimiento del PIB global, pero sobre todo de los países emergentes.
2. El núcleo duro de la OPEP acordó una reducción de la producción de 1,2 mmbd, en parte compensada por una recuperación de la producción de Libia y Nigeria. La OPEP anunció en noviembre que extenderían los recortes hasta el final de 2018 para lograr un nuevo equilibrio del mercado. Es fundamental señalar, que pocos esperaban que la OPEP fuese capaz de cumplir con los recortes prometidos, y sin embargo lo ha hecho.

*“El precio del petróleo está razonablemente valorado pero las compañías siguen ofreciendo una oportunidad”*

*“En 2018 la demanda seguirá creciendo gracias a los países emergentes y la oferta también irá aumentando al mismo ritmo”*

1. Curva de futuros de petróleo ahora y hace un año



Fuente: Bloomberg

3. Los dos anteriores hechos compensaron el crecimiento de la producción de shale gas que se ha producido como consecuencia de la subida de precios. La producción media en EEUU creció en 0,3 mmbd, adaptándose a precios más razonables, y aumentando el número de pozos. En el resto del mundo, Canadá y Brasil aumentan su producción compensando la caída de México y China.

¿Y en 2018?

Oferta:

La OPEP pretende modular la oferta para mantener los precios en el rango de \$55-60/barril, un rango en el que todos ganan, ya que es suficientemente alto para que ellos ganen dinero y suficientemente bajo para no frenar la economía.

- La producción de shale gas debería subir con fuerza en 2018 si se mantienen los precios del petróleo. A estos precios ganan dinero: poco a poco están mejorando la eficiencia de los pozos, aunque años de subidas están inflando los costes del subsector.
- Más allá de 2018 la oferta acabará cayendo, ya que la falta de inversión entre 2015 y 2017 reducirá la producción por las tasas de declive de los pozos actuales.

Demanda:

- Con una economía fuerte la demanda debería seguir subiendo. El coche eléctrico aún no es un problema, ya que gran parte del crecimiento de la demanda viene de emergente, los países desarrollados hace años que no incrementan sustancialmente la demanda de crudo.

Por todo lo anterior, creemos que el precio del petróleo debería mantenerse en un rango cercano al precio actual.

¿Y las compañías petroleras?

En 2017 el sector se comportó mal. Especialmente a principio de año, en línea con la corrección que hubo entonces en el precio del crudo. En septiembre se empezaron a recuperar ambos, pero el sector aportó una rentabilidad negativa del -4,8% frente al 8,5% del MSCI World en euros (gráfico 2). Las valoraciones en bolsa del sector de compañías de energía siguen en niveles deprimidos. En P/B relativo al S&P500, la valoración ha vuelto a caer a mínimos de 50 años, hasta 0,5x que ya tocó en Febrero de 2016 cuando el petróleo Brent estaba a \$29/barril.

*“La OPEP pretende modular la oferta para mantener los precios en el rango de \$55-60/barril”*

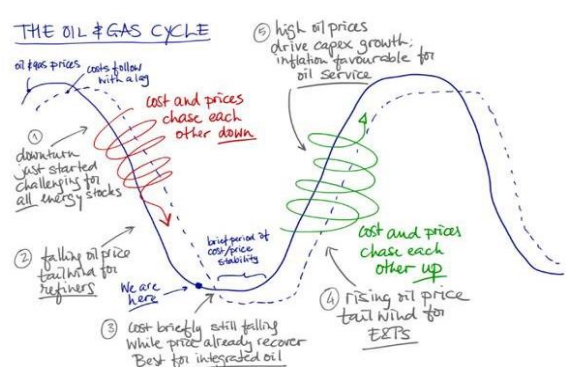
*“Con una economía fuerte la demanda debería seguir subiendo”*

2. El sector petrolero se ha comportado peor que la bolsa mundial en 2017



Fuente: Bloomberg

3. El ciclo de petroleras



Fuente: Morgan Stanley

**Eso sí, las compañías integradas se comportaron bastante mejor que el resto de subsectores**, lo cual es lógico: las integradas están viendo un incremento de ingresos y todavía no están incrementando el capex para incrementar las reservas y producción. Por tanto, esta mejor disciplina de capital debería redundar en mejor retorno sobre el capital de dichas compañías, mejores dividendos y posiblemente un buen comportamiento en bolsa.

**Pero a corto plazo, el resto de subsectores también debería empezar a comportarse bien. Como demuestra la curva de futuros, la subida del precio se debe entre otras cosas a la escasez de oferta**, y dado que se ha invertido poco entre 2005 y 2017 y que la producción de cada pozo de petróleo va declinando con el tiempo, las integradas se van a ver obligadas en breve a destinar más inversión a hacer prospecciones y a extraer más petróleo de pozos localizados. Este mayor capex tendrá un efecto inmediato sobre las empresas de servicios petrolíferos.

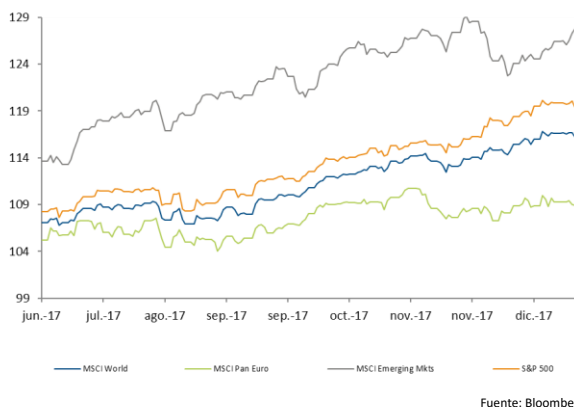
**En base a lo que hemos comentado, creemos que el crecimiento de la demanda de crudo continuará en 2018 impulsada por el consumo de los países emergentes, pero será compensada por el aumento de la producción de shale gas en EEUU.** Por tanto, el precio del petróleo se debería mantener. Estos precios del crudo ya permiten al sector invertir y ganar dinero. Las compañías integradas, con mayor disciplina de capital, ganarán más dinero y podrán permitirse devolver parte al accionista e invertir. Esa inversión irá a mejorar las cuentas de resultados del resto del sector. Por tanto, creemos que (a pesar de las recientes subidas) el sector sigue siendo una oportunidad.

**2018 ha empezado con buen pie.**

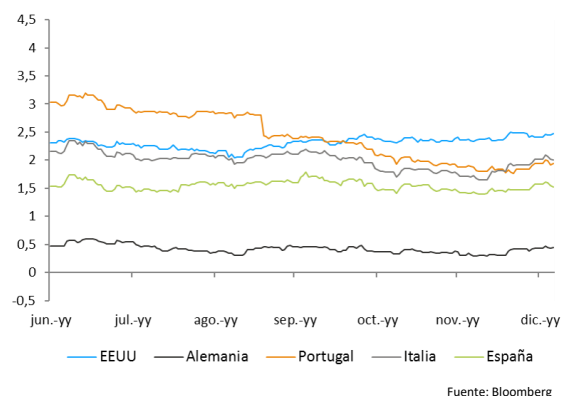
**El comienzo de año ha sido bueno en los mercados de renta variable con subidas generalizadas de los principales índices.** Entrando en números, el Eurostoxx 50 acumula una rentabilidad de 2,96%, el Ibex 35 un 3,66% y el S&P 500 un 2,60% a cierre del viernes. Destaca el buen comportamiento de Japón con una rentabilidad de 4,17% en línea con el comportamiento que nos ha tenido acostumbrados en 2017. Por otro lado, la renta fija ha tenido un movimiento más relajado con rentabilidades más suaves. Cabe destacar dentro de este activo, que por el lado negativo la deuda gubernamental americana ha sufrido algo debido al movimiento del US Treasury comenzando el año en niveles de TIR del 2,40% y tocando el 2,58%; y por el lado positivo, la deuda emergente en divisa local que ha tenido una subida de cerca del 2%.

***“El crecimiento de la demanda de crudo continuará en 2018 impulsada por el consumo de los países emergentes, pero será compensada por el aumento de la producción de shale gas en EEUU”***

**4. Principales índices**



**5. Principales bonos a 10 años**



## Ponderación de las carteras respecto a los índices



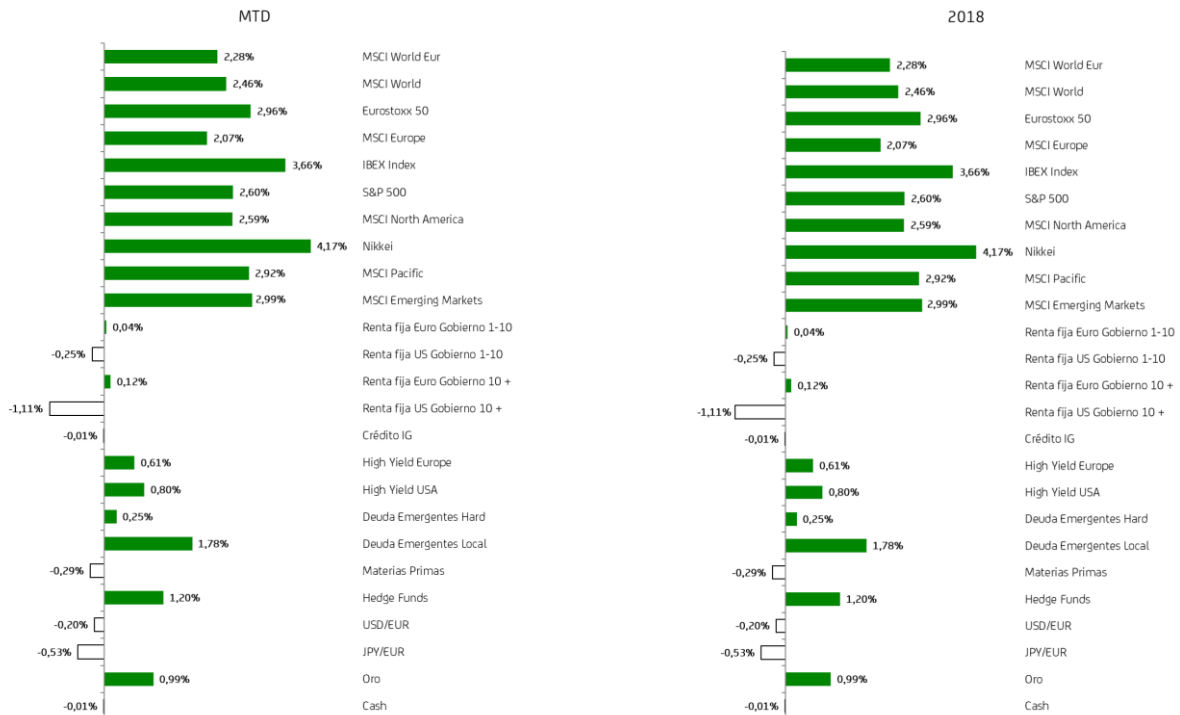
Los cuadros coloreados del gráfico indican para cada tipo de activo si estamos **sobreponderados**, **neutrales** o **infraponderados** respecto a los índices de referencia.

En el caso del dólar, no hay divisas en el índice por lo que el gráfico indica nuestra visión.

La posición más a la izquierda significa en este caso ausencia de exposición neta.

Fuente: Alantra Wealth Management

## Rentabilidades de los índices



Fuente: Alantra Wealth Management, Bloomberg (datos a 05/01/2018)  
Índice RF (70/30): 70% Govies (Bloomberg/EFFAS Bond Índices), 30% Corporates (Citigroup EuroBIG Corporate)  
Índice Alternativos: HFRX Global Hedge Index Cash: Eonia

---

## Nota importante

El presente documento ha sido elaborado por Alantra Wealth Management Gestión, SGIC, S.A. ("Alantra Wealth Management Gestión") con el fin único y exclusivo de recoger las opiniones y expectativas del equipo de profesionales de dicha sociedad sobre la actualidad de los mercados financieros. Dichas opiniones y expectativas no constituyen, en ningún caso, recomendaciones en materia de inversión ni una oferta para la adquisición o suscripción de instrumentos financieros.

El contenido del presente documento está basado en información que se considera correcta y que ha sido obtenida de la información pública disponible y de las propias estimaciones del equipo de profesionales de Alantra Wealth Management Gestión. No obstante, ni Alantra Wealth Management Gestión ni ninguno de sus respectivos administradores, directivos y empleados garantizan la integridad y exactitud del contenido del presente documento, el cual no deberá interpretarse como que refleja íntegramente el pasado, presente y futuro de las entidades que se mencionan en el mismo.

Las conclusiones del presente documento se fundamentan en condiciones económicas y de mercado vigentes a fecha de hoy, las cuales podrían experimentar alteraciones, lo que obligaría a revisar algunas de las hipótesis asumidas en el mismo.

Alantra Wealth Management Gestión no ha realizado ni obtenido de un experto una verificación independiente acerca de la exactitud e integridad de la información que ha servido de base para la elaboración del presente documento, ni una confirmación de la razonabilidad de las hipótesis utilizadas para el mismo.

La información que se incluye en el presente documento se ha obtenido de fuentes consideradas fiables, y aunque se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no se garantiza que sea exacta y completa.

El presente documento lleva implícito la formulación de juicios subjetivos. En particular, gran parte de los criterios utilizados se basan, en todo o en parte, en estimaciones sobre los resultados futuros de las entidades mencionadas en el mismo, por lo que dadas las incertidumbres inherentes a cualquier información concerniente al futuro, algunas de estas hipótesis podrían no materializarse tal y como se han definido.

Este documento no constituye, y no puede ser utilizado como una oferta para la inversión, suscripción o adquisición de instrumentos financieros. Cualquier decisión de compra o venta sobre los valores emitidos por las entidades mencionadas en el mismo, deberá adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre tales valores y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto o folletos registrados en los organismos supervisores correspondientes. Los receptores de este documento deberán tener en cuenta que los valores o instrumentos a los que el mismo se refiere pueden no ser adecuados a sus objetivos de inversión o a su posición financiera, y que los resultados históricos de las inversiones no garantizan resultados futuros.

En consecuencia con todo lo anterior, ni Alantra Wealth Management Gestión, ni ninguna empresa de su grupo, ni sus respectivos socios, administradores, directivos y empleados, asumen responsabilidad alguna por los daños o perjuicios que, directa o indirectamente, pudieran derivarse de las decisiones que se adopten sobre la base del presente documento ni del uso que sus destinatarios hagan de la misma.

Sus datos profesionales se encuentran albergados en un fichero automatizado en nuestras oficinas de Madrid, en la calle Padilla, 17, 4ª Planta - 28006 Madrid. A menos que se especifique lo contrario, estos datos pueden ser utilizados por Alantra Wealth Management Gestión, SGIC, S.A. o Alantra Wealth Management Agencia de Valores, S.A. (en adelante "Alantra Wealth Management") con el propósito de remitirle comunicaciones comerciales. En caso de querer ejercer sus derechos de acceso, rectificación, cancelación y oposición, por favor, póngase en contacto con nosotros a través de la dirección de email [infoalantrawm@alantra.com](mailto:infoalantrawm@alantra.com).

En caso de que no desee recibir ninguna comunicación por parte de Alantra Wealth Management, por favor notifíquenoslos a través de la dirección del email [infoalantrawm@alantra.com](mailto:infoalantrawm@alantra.com).

Alantra Wealth Management Gestión, S.G.I.I.C., S.A. Inscrita en el Registro Mercantil de Madrid al Tomo 20.284, Folio 85, Sección 8ª, Hoja M-358562. Inscrita en el Registro Especial Administrativo de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el número 202. C.I.F. A-84050301.

[www.alantrawealthmanagement.com](http://www.alantrawealthmanagement.com)

Madrid ■ Barcelona ■ Bilbao ■ A Coruña ■ Sevilla ■ Zaragoza