

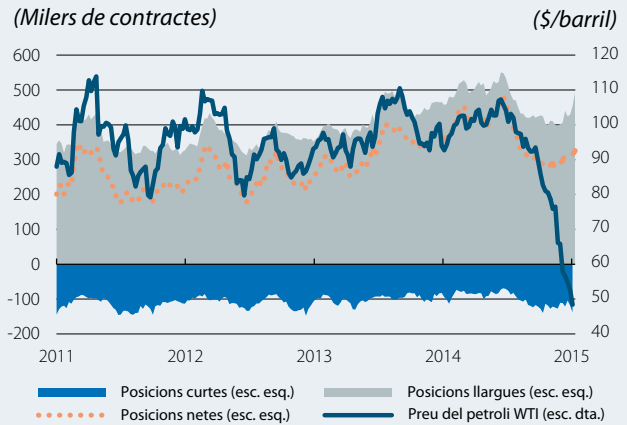
FOCUS · L'operativa de derivats financers sobre el petroli: víctima o botxí?

La comunitat financera recordarà el 2014 com l'any en què els preus del petroli van registrar, contra tot pronòstic, una de les caigudes més pronunciades des de l'esclat de la crisi financera el 2008. Després de l'enfonsament del 46% el 2014, la cotització del cru ha reulat el 15% des de l'inici d'enguany. Malgrat que el consens és ampli a l'hora d'identificar els factors que han originat aquesta situació (excés d'oferta, reducció de les previsions de demanda, estratègia de l'OPEP), hi ha altres aspectes més controvertits. En concret, la incidència de l'operativa financera dels mercats de derivats del petroli sobre els preus i la seva volatilitat és un tema de debat en els cercles financers i acadèmics, el qual s'ha revifat en el context actual del mercat petroler.

Per tractar d'aclarir la influència que exerceix el fenomen de la finançament del petroli, convé partir de dues apreciacions importants. La primera té a veure amb la naturalesa de l'evolució, en moltes ocasions paral·lela, de les posicions especulatives i de la cotització del cru. Durant els sis últims mesos del 2014, les posicions especulatives netes sobre el petroli WTI es van reduir el 35%, fins als 312.000 contractes, a causa del tancament de les posicions llargues i de l'augment de les curtes. En aquest mateix període, el descens del preu del barril de cru va assolir el 50%, fins als 53 dòlars. Hi ha una relació de causalitat entre les dues variables? L'evidència empírica fa pensar que no, amb l'argument que múltiples factors comuns n'expliquen el comportament: les expectatives sobre l'oferta i la demanda de cru futures, el creixement mundial i l'acumulació de reserves petrolieres. Aquest últim punt queda reflectit al primer gràfic: mentre la cotització del cru va baixar de forma vertiginosa durant la segona meitat del 2014, les posicions netes especulatives es van mantenir estables. En segon lloc, convé discernir quins fluxos obeeixen a estratègies purament especulatives i quins no, una tasca complexa en moltes ocasions. En aquest sentit, presumir que la totalitat de l'activitat dels agents no comercials és especulativa pot ser útil, però no és una apreciació precisa.

A diferència del que succeeix amb els nivells dels preus del cru, l'operativa financera sí ha incidit en els seus nivells de volatilitat. Això obeeix a una activitat dels operadors de derivats més intensa de l'habitual, la qual cosa, al seu torn, respon a la gran incertesa que afecta els fonaments del petroli. Aquesta circumstància es pot observar al tercer gràfic, que mostra com el nombre de contractes vigents d'opcions *put* (de venda) amb preus d'exercici molt baixos s'ha disparat. Així i tot, és previsible que la volatilitat tendeixi a normalitzar-se a mesura que les estratègies dels operadors de derivats incorporin el nou escenari de preus del cru.

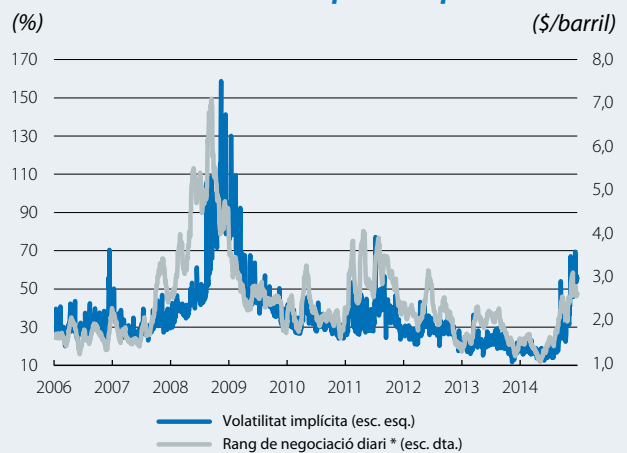
Petroli: posicionament dels agents especulatiu*



Nota: * Nombre de contractes de futurs i opcions sobre el barril de petroli WTI en mans d'agents no comercials.

Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg i de la CFTC.

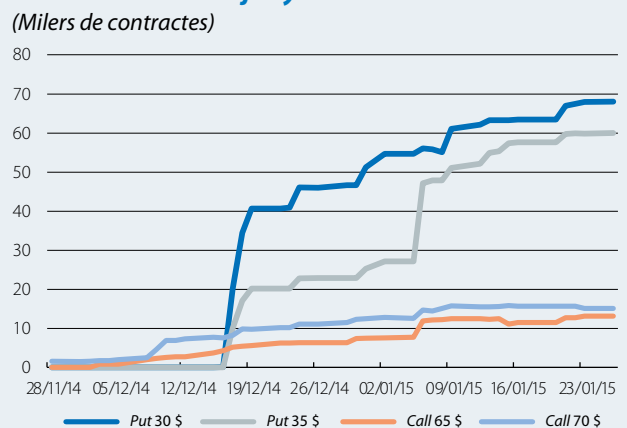
Mesures de volatilitat del preu del petroli



Nota: * Diferència entre la cotització màxima i mínima del barril WTI en una sessió.

Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg.

Opcions sobre el petroli WTI: contractes actius amb venciment al juny del 2015



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg.