

La primera mitad del año ya es historia, y para los que observan el mercado desde afuera los retornos de las acciones durante estos últimos 6 meses han sido asombrosos. Luego de subir un poco más de 7% en el primer trimestre, el S&P agregó más de 8% en el segundo semestre para alcanzar un retorno acumulado de casi 16% en este 2023. Pero mirando más de cerca, el resultado esconde una realidad distinta. Las acciones de empresas de tecnología y comunicaciones, junto con las empresas de consumo discrecional, han sido las responsables de la mayoría de los retornos; si se evalúa el índice sin tomar en cuenta las acciones tecnológicas, el promedio se encuentra cerca de 5%, en línea con otros índices más tradicionales como el Dow Jones.

Aun ajustando por el desempeño de las acciones de tecnología, los índices en general se encuentran en positivo gracias a que la economía ha demostrado ser más resiliente de lo que originalmente se esperaba, y la tan anticipada recesión se continúa postergando en las hojas de cálculo de los analistas. Varios economistas explican que el estímulo de la pandemia, el gasto fiscal del gobierno americano y un mercado laboral fuerte han mantenido en pie la actividad económica, haciendo que muchos se cuestionen si realmente llegará una recesión en el corto plazo. Por su parte, algunos indicadores económicos tempranos y la forma invertida de la curva de rendimientos del Tesoro se encuentran en niveles consistentes con una recesión. Además, la FED aún se encuentra en una posición agresiva respecto a la política monetaria mientras se sigue moderando la inflación.

Indicadores de la actividad manufacturera como el ISM de Manufactura, muestran que la actividad industrial se encuentra en niveles débiles, con la

Index Returns (%)

Equities	Level	1 week	QTD	YTD	1 year	3-yr. Cum.
S&P 500	4399	-1.11	-1.11	15.59	14.67	46.66
Dow Jones 30	33735	-1.91	-1.91	2.94	9.83	38.47
Russell 2000	4634	-1.26	-1.26	6.73	7.02	36.80
Russell 1000 Growth	1811	-1.10	-1.10	27.60	20.03	41.04
Russell 1000 Value	950	-1.06	-1.06	4.01	8.29	47.84
MSCI EAFE	2088	-2.04	-2.04	9.84	17.28	25.34
MSCI EM	981	-0.60	-0.60	4.47	1.95	1.57
NASDAQ	13661	-0.91	-0.91	31.12	18.60	35.16

Fixed Income	Yield	1 week	QTD	YTD	1 year	3-yr. Cum.
U.S. Aggregate	5.00	-1.30	-1.30	0.77	-2.30	-12.89
U.S. Corporates	5.67	-1.43	-1.43	1.74	-0.21	-12.21
Municipals (10yr)	3.15	-0.28	-0.28	1.87	2.51	-1.15
High Yield	8.79	-0.60	-0.60	4.74	7.05	7.61

Levels (%)

Key Rates	7/7/23	6/30/23	6/30/23	12/30/22	7/7/22	7/7/20
2-yr U.S. Treasuries	4.94	4.87	4.87	4.41	3.03	0.16
10-yr U.S. Treasuries	4.06	3.81	3.81	3.88	3.01	0.65
30-yr U.S. Treasuries	4.05	3.85	3.85	3.97	3.20	1.38
10-yr German Bund	2.63	2.41	2.41	2.53	1.23	-0.43
3-mo. LIBOR	5.54	5.55	5.55	4.77	2.43	0.27
3-mo. EURIBOR	3.64	3.58	3.58	2.13	-0.14	-0.44
6-mo. CD rate	N/A	2.14	2.14	1.80	0.55	0.35
30-yr fixed mortgage	6.85	6.85	6.85	6.58	5.74	3.26
Prime Rate	8.25	8.25	8.25	7.50	4.75	3.25

última medición de mayo registrando el peor dato desde el inicio de la pandemia, pero contrasta con el mismo indicador para el sector de servicios que aún se encuentra en territorio de expansión. Por su parte, la inflación ha seguido moderando a un ritmo más lento del que a la FED o los políticos les gustaría, con el índice de Gasto Personal de los Consumidores reflejando un crecimiento en junio de 0.3% respecto a mayo y llevando el ritmo anualizado a 4.6%. La FED está señalando su intención de subir al menos 25 bps adicionales y luego mantener las tasas elevadas por un tiempo.

Los rendimientos del Tesoro a 2 años se encuentran cerca del pico de 5% alcanzado en marzo de este año antes de la crisis de liquidez de los bancos, mientras que el rendimiento del bono a 10 años se encuentra cerca de 4%. A pesar de que los rendimientos han estado subiendo nuevamente, el ambiente y los ánimos para la toma de riesgo están en control por el momento. Los flujos hacia la renta fija han sido positivos y en los mercados emergentes eso se ha traducido en una compresión generalizada de los spreads.

En la región latinoamericana, los spreads cierran el semestre en promedio en sus niveles más bajos de los últimos 3 años, con desempeños notables como los de Costa Rica, República Dominicana y Chile, y otros desempeños más agresivos y sorpresivos como los de El Salvador y Argentina. Ecuador fue la decepción ante la inestabilidad política, seguido de Colombia por la incertidumbre política y fiscal que ha generado el primer año de gobierno de Petro.

LA INCERTIDUMBRE POLÍTICA PONE TOPE A LOS PRECIOS



El Departamento de Trabajo de USA reportó el tan esperado indicador de actividad económica, los puestos de trabajo no agrícolas creados en el mes: 209.000; por debajo de las expectativas de Wall

Street. En condiciones ordinarias, la moderada caída hubiera afectado adversamente los precios petroleros, pero las condiciones actuales son extraordinarias, así que el mercado optó por interpretar la desaceleración como un elemento disuasivo para la FED en su cruzada antiinflacionaria. El número de empleos generados cayó por debajo de las expectativas por primera vez en 16 meses Y el desempleo se mantiene en 3,6 %, A pesar de esta desaceleración, en nuestra opinión, no es suficiente para evitar más aumentos de las tasas de interés de la FED, tal como lo interpretaron los mercados de capitales y sobre todo porque los ingresos medios por hora continúan por encima de lo esperado, lo que genera preocupación entre los miembros del comité de política monetaria.

Otro elemento que ayudó al optimismo petrolero, lo constituye la continuación de la reducción de los inventarios de crudo en USA, según lo reportaron la API y la EIA: una caída de unos 4,0 MMBBLS a pesar de un repunte significativo de las importaciones. Esta reducción está directamente relacionada con el

crecimiento de la demanda de gasolina, típica de estos meses, y el continuado crecimiento en USA y el resto del mundo del transporte aéreo, que ha sobrepasado los niveles prepandemia. De hecho, se ha creado un problema con los números de controladores aéreos y pilotos disponibles para absorber el incremento de vuelos.

No menos importante, ha sido la comprobación de que Arabia Saudita honra su compromiso de reducir la producción en 1,0 MMBBLS extendido a los meses de julio y agosto. En el mismo orden de ideas, Rusia anunció que reduciría su producción en 0,5 MMBPD, según ellos, para ayudar con el esfuerzo de los árabes de poner orden en el mercado. Aunque, en realidad no se trata de una medida de colaboración ni de caridad, es el resultado de haber utilizado los inventarios flotantes y copado las oportunidades de reducción en su mercado interno, quedando sus exportaciones a merced de su producción de crudo de alrededor de 9,3 MMBPD.

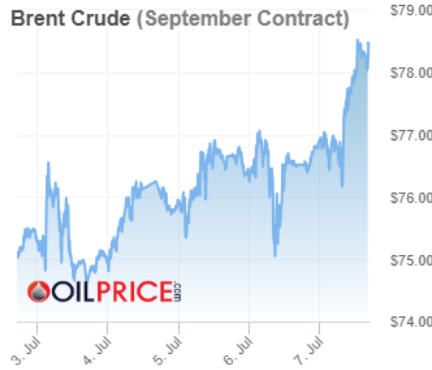
La geopolítica en el campo petrolero también, en menor grado, tensó las relaciones en el Golfo de Omán, cuando los guardacostas iraníes intentaron capturar dos tanqueros en aguas internacionales, inclusive disparando a uno de ellos cuando no obedeció las llamadas de detenerse. En ambos casos, el destructor de misiles guiados USS McFaul de la Marina de USA se presentó para defender los tanqueros y los iraníes se retiraron. Se trata de los tanqueros: TRF Moss y Richmond Voyager, este último de Chevron, quien confirmó que a pesar de que el tanquero fue impactado, no hubo víctimas y continuaba navegando con normalidad.

La actividad de taladros, publicada por Baker Hughes, muestra un incremento de 8 unidades en USA, rompiendo una racha de reducciones. A primera vista podría interpretarse como un cambio en las perspectivas de las petroleras, pero un análisis más detallado, indica que la reducción de actividad de perforación en las cuencas de "Shale oil" continúa y que el crecimiento corresponde a actividades de gas natural y un repunte en los pantanos del sur de Luisiana. Las predicciones del WSJ de incremento de producción en la Cuenca Permian, están basados en

parámetros no extrapolables y no pueden generalizarse. Por ahora el Shale Oil norteamericano no repuntará hasta que las grandes ExxonMobil y Chevron intervengan.

En resumen, todos los eventos voluntarios o inesperados como el accidente de Pemex descritos más adelante, confluyen hacia una misma dirección: menor suministro.

De manera que los precios del crudo, al cierre del mercado, se situaron en valores máximos de los últimos dos meses. Los crudos marcadores se transaban en 78,5 y 73,9 \$/BBL para el Brent y WTI respectivamente. Para la semana, el WTI subió un 4,6%, sumándose al aumento del 2,1% de la semana anterior. El Brent subió un 4,8% en la semana, posterior al aumento del 1,4% de la semana anterior.



El mercado encontró un asidero para su optimismo, sin embargo, el potencial alcista sigue confinado, como lo mencionamos en el título, ya que la perspectiva de subidas de tasas de interés sigue siendo parte de la agenda tanto del FED como el BCE. Estos nubarrones parecen confluir en la formación de una especie de techo imaginario que pesa sobre los precios a pesar de los fundamentos sólidos que respaldan al mercado petrolero.

Recientemente, se ha establecido una discusión sobre los niveles de inversión que la industria de los hidrocarburos debe mantener en el desarrollo de su componente aguas arriba. Los números absolutos muestran un importante descenso desde la guerra de precios post-2014 y que se exacerbó por los efectos de la pandemia.

Rystad Energy, una empresa consultora de buena reputación, alega que las inversiones en el sector upstream, en efecto, han caído desde que el gasto alcanzó un máximo de casi 900 MMM\$ en 2014, hasta un estimado de menos de 600 MMM\$ para este año. Además, el mercado predice que esta tendencia

continuará y conducirá a una falta crónica de inversión y una escasez de suministro de petróleo en los próximos años.

Pero esta creencia generalizada es contraria a las predicciones modeladas de Rystad, según ellos “los precios unitarios más bajos, las ganancias de eficiencia, las ganancias de productividad y las estrategias de cartera en evolución, han aumentado significativamente la eficiencia de la industria aguas

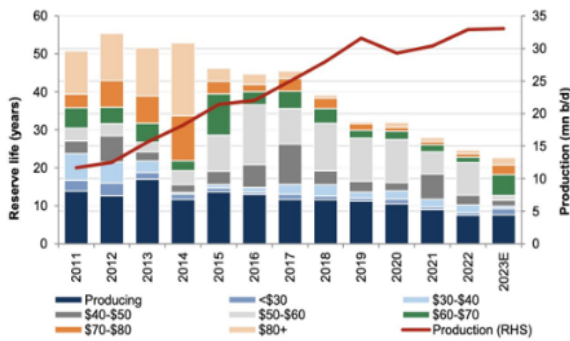
arriba, en otras palabras, la industria puede hacer lo mismo que antes, pero a un costo mucho menor”.

A pesar de que es difícil contradecir que las eficiencias operativas han mejorado sustancialmente, Rystad parece no tomar en cuenta dos cosas que cuyo efecto es inverso a los alegados mostrados. Se trata de que la búsqueda y producción

petrolera se adentra en desarrollos cada vez más complejos y en cuencas cuya productividad está mermando por el peso de los años: ejemplo aguas con tirantes cada vez mayores y la presencia cada vez mayor de pozos “hijo” en las cuencas no convencionales. El otro elemento que tiene que tomarse en cuenta es la inflación que en la actualidad pesa sobre inversiones y operaciones por igual.

Sobre este mismo tema, Goldman Sachs, recientemente publicó su visión sobre el tema, ellos sostienen que: “7 años de inversión insuficiente en energía han reducido la vida útil de las reservas petroleras a casi la mitad del valor mostrado por la industria petrolera en los años previos a 2014”, pero predicen, aparentemente de manera correcta, por los datos de este año y estimados proyectados, que “la revisión anual de los principales activos en la producción mundial de petróleo y gas señala un punto de inflexión en el ciclo de gasto de capital de petróleo y gas, ya que los mayores rendimientos y un sentido renovado de urgencia en torno a la seguridad del suministro hacen que la industria vuelva a invertir y crecer. Su análisis esta soportado por el grafico anexo que muestra claramente el deterioro de la vida remanente de las reservas mundiales.

Top Projects reserve life, by year of report and breakeven



Source: Goldman Sachs Global Investment Research

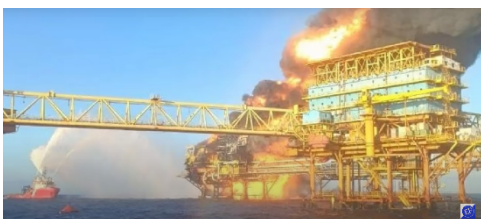


producción no ha sido afectada, la producción sufrirá una reducción material.

- Egipto ha iniciado un programa de 1.800 millones de dólares para perforar pozos de exploración de gas natural en el mar Mediterráneo y el delta del Nilo. Según el ministro de Petróleo, Tarek El Molla, el programa se lleva a cabo con ENI, Chevron, ExxonMobil, Shell y BP, y consiste en perforar 35 pozos de exploración en dos años, 21 en el actual año fiscal 2023/2024 y 14 en el próximo año.
- La OPEP ha realizado consultas con cuatro países, Azerbaiyán, Malasia, Brunéi y México, en un intento por ampliar la membresía del grupo, dijo el secretario general, Haitham Al Ghais.
- El consorcio liderado por ExxonMobil recibió la aprobación del regulador ambiental de Guyana para perforar 35 nuevos pozos de exploración y evaluación en el bloque costa afuera Stabroek hasta 2028.

Finalmente, varias noticias importantes están en pleno desarrollo, pero su efecto sobre el balance petrolero todavía se desconoce, entre las más relevantes:

- El líder del Ejército Nacional de Libia, Khalifa Haftar, ha amenazado con usar la fuerza a menos que los líderes políticos del país acuerden una forma justa de distribuir los ingresos del petróleo, que deberá acordarse antes da agosto. Libia, a pesar de las continuadas guerras entre este y oeste y con intervención soterrada internacional, ha logrado aumentar su producción de petróleo a 1,2 MMBPD que ahora están siendo amenazadas.
- La plataforma Nohoch Alfa, de Pemex, en el Golfo de Campeche, a unos 100 Km al norte de Ciudad del Carmen, fue severamente dañada por las llamas, antes de lograr su extinción. En estos momentos 321 personas han sido evacuadas y 8 están desaparecidas. La plataforma maneja la compresión de gas del complejo petrolero más importante de la empresa. La magnitud del evento indica que, a pesar del anuncio de AMLO de que la



Venezuela

Eventos Políticos y Otros

Con el comportamiento democrático de la oposición en general y con una tendencia creciente a participar en las elecciones primarias para escoger candidato unitario, que según las encuestas se está decantando en favorecer a María Corina Machado, está empujando al régimen y su partido PSUV, a optar por “Orteguizar” el proceso electoral, o sea, eliminar los participantes con chance real en una contienda justa y llenar el proceso de obstáculos judiciales y de amedrentamiento tan trillados en el proceder oficial. En consecuencia, aunque los contactos, entre régimen y oposición, continúan en forma oficiosa en cuanto a las condiciones electorales para el 2024, no se espera ningún acuerdo que movilice la parálisis actual. La administración de Biden opina que el

comportamiento del régimen es contrario a lo que se requiere para un retorno a la democracia.

- Faja: 446 (Chevron 71)
- Total: 689 (Chevron 121)

La inflación continua su curso alcista, afectada por menores montos de divisas procesados por Chevron a través del sistema bancario nacional; en el mercado paralelo se transaban 29,6 Bolívares por \$.

La producción de las empresas mixtas de Chevron promediaron 121 MBPD con la incorporación de un par de pozos adicionales a la producción en el Campo Boscán.

Sector Hidrocarburos.

A finales de junio, el equipo de Producción Occidente y el ministro de petróleo Pedro Tellechea visitaron la Planta Lama, ubicada en el Lago de Maracaibo, para presenciar el arranque del Módulo Lama 3, equipo que permitirá la incorporación de 5 MBPD de producción de crudo incremental. Pero en la tarde del 6 de julio, otro incendio se presentó en las instalaciones petroleras de PDVSA, esta vez en el complejo Lama (Lama Generación), específicamente en la plataforma de generación eléctrica, en la cual una turbina explotó catastróficamente, causando dos fallecidos y un herido. El fuego fue controlado pero la

Refinación: 220 MBPD de crudo y productos intermedios fueron procesados en las refinerías nacionales. La refinería de Puerto la Cruz se encuentra operando a mínimos operacionales por la falta de crudo liviano. La refinería de El Palito continúa con las labores de estabilización de sus procesos, dicen haber producidos algo de gasolina y diésel, pero no ha podido ser confirmado independientemente.

El complejo de Paraguaná incremento su producción de diésel, y mantuvo sus niveles de suministro al mercado nacional de una gasolina producida mezclando nafta y reformado. Por cierto, PDVSA aumentó el precio del diésel para las empresas a 0,32 \$/litro, este combustible se venía entregando sin costo, el cambio obedece a un intento por recortar el subsidio del combustible. El diésel seguirá siendo regalado a instituciones de salud y otros entes beneficiados con el tratamiento preferencial.



planta estará fuera de servicio por un tiempo prolongado. Este incidente sucede apenas unos días después que la explosión en el COT del Tejero, en

Siempre que se presentan estos tratamientos diferenciales y subsidios, surge la tentación del contrabando. Actualmente, se estima que unos 20 MBPD de combustibles tienen ese destino.



Punta de Mata, ambos afectando la producción petrolera.

Exportaciones: La exportación para el mes de junio cerró con un total de crudo exportado de 540 MBPD, y 26 MBPD en inventario flotante; en el lado de productos, se exportaron unos 60 MBPD.

Producción: La producción semanal se vio afectada por los eventos antes descritos. La producción promedió 689 MBPD distribuido geográficamente como sigue:

Las exportaciones de crudo fueron 136 MBPD a USA vía Chevron, 24 MBPD a Cuba, 30 MBPD a España en el trueque con ENI/Repsol y 350 MBPD a China (130 a través del trueque iraní y 220 por intermediarios). Por el lado de productos, Cuba y China recibieron 30 MBPD cada uno.

- Occidente: 97 (Boscán 50)
- Oriente: 146

Del total de los 136 MBPD exportados por Chevron: 50 MBPD fueron de crudo Boscán, 52 MBPD de crudo

mejorado Hamaca, 17 MBPD de Merey y 17 MBPD de DCO. Estas dos segregaciones, Merey y DCO están mezcladas con crudo liviano y diluyente traído por Chevron desde México, por lo que el monto exportado es consistente con la producción sin cambios en los inventarios.

Del total de crudo y productos que se despacharon de terminales venezolanos, 626 MBPD, solo 382 MBPD se consideran ventas comerciales generadoras de ingresos en divisas.

Utilizando los precios estimados para el mes de junio, estos volúmenes representan un ingreso de divisas de unos 400 MM\$. Mientras que, utilizando los precios del Golfo de México, la deuda de PDVSA con Chevron se redujo en cerca de 100 MM\$.