

Informe trimestral

La nostra visió dels mercats

ÍNDEX

- 2 Situació macroeconòmica
- 3 Renda fixa
- 4 Renda variable
- 5 Matèries primeres i divises
- 6 Llatinoamèrica

Petroli

En pocs mesos el preu del cru ha patit una caiguda que creiem que no revertirà a mitjà termini. Dediquem aquest trimestral a explicar els efectes que això tindrà sobre la macroeconomia global i els diferents actius financers.

No deixa de sorprendre la freqüència amb què l'opinió majoritària als mercats financers pateix metamorfosis radicals. Situacions que poc abans semblaven impossibles, es prenen com a inevitables a velocitats vertiginoses. Abunden exemples recents. Fa ben poc, la possibilitat que el BCE acabés per embarcar-se en un QE era per a molts ciència ficció. Un quart de totes les emissions sobiranes europees cotitzant tipus negatius (sí, cal pagar per deixar els diners, tal com sona)? Sona inaudit, però s'aposta que anirà a més, com si no fos possible una altra cosa... Euro / dòlar? Busquin entre tots els analistes i estratèges a veure si troben algú que l'estiu passat aventurés un euro fregant la paritat.

En alguns casos, la situació de partida era la que creiem que hauria d'haver despertat recels (la fortalesa de l'euro o la convicció que el BCE podria evitar el QE) mentre en d'altres ocasions assistim al "nou paradigma" amb estupefacció (tipus negatius). En la nostra opinió, les abruptes caigudes del petroli -el Brent cotitzava al doble del nivell actual, el juny passat-, s'enquadren en el primer cas.

El sorprenent era que el preu del petroli es mantingués per sobre dels 100 USD mentre assistíem a un increment explosiu de la producció als EUA gràcies a les millores en la tecnologia d'extracció (el conegut com "shale oil"), que va afegir gairebé cinc milions de barrils diaris, convertint els Estats Units en el primer productor mundial. Tot això mentre es desacceleraven les economies de mig planeta, sent la desacceleració xinesa (encara en curs, al nostre parer) una de les més rellevants.

La clau per a qualsevol pronòstic resideix en l'excés d'oferta actual -que s'estima en dos milions de barrils diaris-, i que creiem que resultarà enormement difícil d'eliminar.

Malgrat les quotes als seus membres -que incompleixen gairebé tots-, l'OPEP produeix més que el que se li ha estat demandant, i l'Aràbia Saudita es nega a reduir la seva producció per por a perdre quota de mercat. De fet, els països dependents del cru tenen incentius per augmentar la seva producció amb les caigudes de preus, tractant d'equilibrar els seus pressupostos. Als EUA, tot i que els plans d'inversió per a noves extraccions estan caient en picat, la producció tampoc s'està ressentint massa: els inventaris acumulats al març eren els més alts en 80 anys d'història, la qual cosa segurament ajuda a explicar el diferencial al qual cotitza el Brent respecte al West Texas. A futur, la caiguda de preus estimula de fet la inversió en tecnologia, la qual avança ràpidament reduint els costos d'extracció. En definitiva, ni calculem augments substancials de la demanda mundial ni esperem que l'oferta es redueixi aquest any de manera significativa. De fet, l'Agència Internacional de l'Energia calcula que la producció pujarà a 800.000 barrils aquest 2015.

Atès que creiem que es tracta d'un "xoc" permanent, són doncs bones notícies per als consumidors i empreses -és com si els haguessin ingressat un xec, en baixar els costos de fabricació, distribució, gasolina i calefacció- i per tant per a la macro mundial. Ho és menys per a productors (empreses i països, molts emergents), que de vegades pesen prou als índexs de renda fixa i renda variable com per espatllar els pronòstics d'apreciació. Dediquem aquesta edició del trimestral a l'or negre, i a explicar amb detall els efectes que la seva caiguda tindrà sobre els diferents actius financers.

David Macià, CFA
Director d'Inversions

Estratègia

Asset Allocation (2015 Q2)

Monetari	▲
Renda fixa governamental	▼
Renda fixa <i>corporate</i>	▼
Renda variable	▲

Renda fixa

GOVERN:	
EUA	▼
Eurozona	▼
CORPORATE:	
EUA	▼
Eurozona ("Central")	▼
Perifèria	▼

Renda variable

EUA	▶
Eurozona	▲
Espanya	▲
Emergents	▶

Matèries primeres

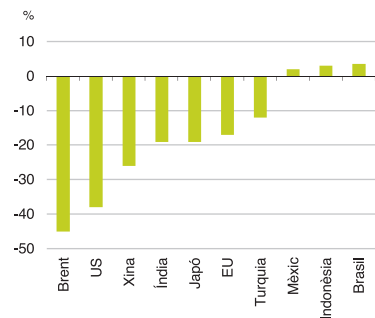
Petroli	▶
Or	▼

Divises

EUR/USD	▶
---------	---

Situació macroeconòmica

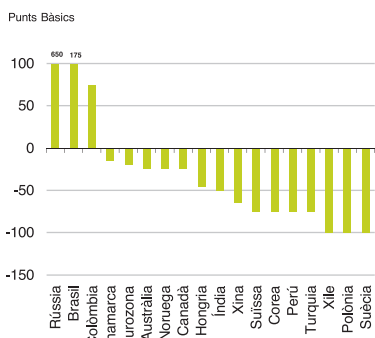
Variació de preus gasolina des de juny 2014



Font: IIF, Barclays

El preu de la gasolina no ha baixat tant com el del petroli. Entre les raons hi ha la depreciació de les monedes enfront del dòlar i el tema dels impostos i les subvencions.

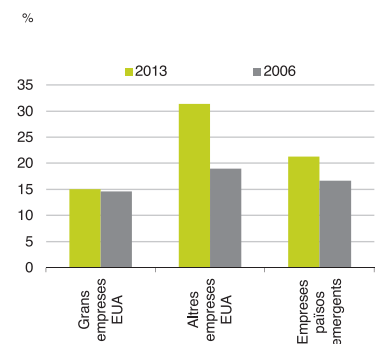
Variació dels Tipus d'Interès Oficials



Font: Bloomberg

Des de juny del 2014 molts bancs centrals han implementat mesures expansives.

Productors de petroli i gas: deute total sobre actius



Font: BIS

L'elevat palanquejament de les empreses petrolíferes afecta les conseqüències macroeconòmiques de la caiguda del preu del petroli.

El costat fosc de la caiguda

La caiguda del 50% del petroli té conseqüències positives per al creixement mundial. No obstant això, no tot són bones notícies. L'impuls pot ser menor que en d'altres ocasions, augmenta la probabilitat de bombolles i pot desestabilitzar alguns sectors.

El valor de la producció de petroli ha passat de 3,5 bilions de dòlars el 2013, xifra lleugerament inferior al PIB d'Alemanya, a, en cas de mantenir-se els preus, 1,6 bilions de dòlars el 2015. Això suposa una redistribució de la riquesa de productors a compradors, amb conseqüències econòmiques destacables. Dit això, els efectes poden ser diferents a aquells registrats en altres ocasions. Explicuem les tres implicacions més rellevants.

1) Efectes en l'activitat econòmica.

Segons la teoria econòmica, els prop de 2 bilions de dòlars traspassats a compradors han d'impulsar el creixement mundial. El raonament clàssic? Els diners es posen al servei d'agents econòmics amb més propensió de despesa. No obstant això, estem observant que la baixada de preus no està arribant en la seva totalitat a consumidors i empreses. Això es deu a dos motius: i) Molts governs han aprofitat per augmentar impostos o reduir les subvencions de la gasolina. ii) La debilitat del cru ha vingut acompanyada d'una forta apreciació del dòlar, de manera que la caiguda del preu en moneda local ha estat menor. Així, des de juny, els preus fins i tot han pujat al Brasil, Mèxic o Indonèsia, 7a, 16a i 17a economies mundials. Per tant, una part dels 2 bilions de dòlars ha quedat en mans de governs i/o volatilitzats en els mercats de divises. D'altra banda, és possible que la propensió a reduir la despesa dels productors, a través de la inversió, sigui major que en anteriors ocasions. Això s'explica per l'elevat palanquejament de les petrolíferes, en màxims històrics, que els obliga a reduir agressivament projectes d'inversió, la qual cosa afecta negativament el creixement econòmic.

2) Política monetària i bombolles financeres.

Tot i que la translació de la caiguda del petroli als preus finals no ha estat completa, ha estat suficient perquè, en molts països desenvolupats, la inflació registri taxes de creixement negatives. Així, la baixada del seu preu ha provocat més de 30 mesures de bancs centrals des de desembre del 2014, en molts casos extraordinàriament expansives, com el QE del BCE.

Per tant, aquesta situació ha permès una volta de rosca a les mesures monetàries mundials, que porten sent extraordinàriament laxes des de fa més de 8 anys. En cas en què els bancs centrals s'excedeixin en les seves mesures, la situació podria derivar en la formació o ampliació de bombolles financeres (actualment el 25% del deute sobirà europeu registra tipus negatius).

3) Desestabilització.

La forta caiguda del petroli ha deteriorat l'estabilitat financera mundial a través de tres vies. Primer, l'elevada dependència del cru en algunes economies, en general emergents, genera incertesa canalitzada amb depreciacions de les seves divises. A això s'hi afegeix que les empreses petrolíferes dels països emergents han emès una gran quantitat de deute en dòlars, i la pèrdua d'ingressos els ocasiona importants desquadraments en els seus balanços. Finalment, des del 2008, han aparegut multitud d'empreses petrolíferes als EUA amb un elevat palanquejament. Actualment la possibilitat d'observar defaults d'aquestes empreses no és menyspreable. De moment, tot i el deteriorament, no s'han produït, tret d'alguna excepció, grans turbulències financeres. No obstant això, en cas que la caiguda s'agreugi o es perllongui excessivament, es poden generar riscos per a l'estabilitat financera d'algunes regions.

Per tant, un petroli un 50% més barat té implicacions positives per al creixement mundial, especialment per als EUA. No obstant això, creiem que els efectes seran menys impactants que la xifra. Per tres motius. Una part ha quedat en mans de governs i volatilitzada en els mercats de divises. A més, ha permès una nova ronda de mesures monetàries expansives, augmentant la probabilitat de bombolles financeres. Finalment, danya l'estabilitat financera d'emergents i sectors d'importància.

Pablo Manzano
Analista de Macroeconomia

Renda fixa

La fi (inici?) dels dies de l'abundància

Encara que els efectes nets positius per a l'economia global de la caiguda del preu del petroli semblen clars, amaguen alguns damnificats: les empreses relacionades amb el sector. Els inversors de renda fixa hauran de considerar les dues cares de la moneda.

S'assumeix raonablement que una reducció del preu del petroli és bona per a l'economia global. Especialment si pensem que es deu a un xoc d'oferta, tal com és el cas de la caiguda d'aproximadament el 50% ocorreguda des de mitjans del 2014. Els economistes ho solem assimilar a una reducció d'impostos: incrementa el poder adquisitiu dels consumidors, milloren els beneficis de les empreses de sectors intensius en l'ús d'energia i beneficia la balança comercial dels països importadors de cru. És més, fins i tot tenint en compte el costat fosc de la caiguda (veure pàgina 2), es tracta d'un estímul per al creixement econòmic que, alhora, disminueix les pressions inflacionistes de curt termini. Aquestes dues conseqüències representen forces contraposades per a les perspectives de tipus d'interès: d'una banda, un major creixement econòmic els hauria d'empènyer, especialment en els trams llargs de la corba, però d'altra banda, la inexistència d'expectatives inflacionistes retarda les pujades de tipus oficials per part de les autoritats monetàries. Posant tots dos en una balança, pensem que, sobretot als EUA, pesarà més el primer. I addicionalment, les corbes de tipus en ambdós costats de l'Atlàntic estan actualment a nivells tan baixos, que difícilment un inversor tradicional de bons obtindrà rendiments positius a mitjà termini.

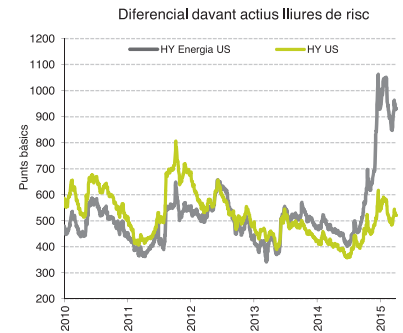
Reducció dels beneficis, disminució de la inversió en capital i fins i tot risc de no supervivència. Aquesta és la situació davant la qual es troben les empreses relacionades amb el sector petroler, principals damnificades de la caiguda del preu del petroli. A l'abric dels elevats preus del cru van sorgir nombroses companyies independents dedicades no només a l'exploració, sinó també a proveir de serveis les grans petrolieres. Es tracta d'empreses amb elevades despeses de capital i ús de tecnologies cares i sofisticades que veuen perillar la seva rendibilitat per la disminució del preu de l'energia. Les companyies més perjudicades i més palanquejades formen part de l'univers d'emissors de renda fixa "high yield".

Especialment als EUA, on l'accés als mercats de capitals és més gran que a la "bancaritzada" Europa, els diferencials de crèdit dels seus bons van gaudir d'uns estrenyiments impulsats per l'elevat preu del cru, i en gran mesura, per la recerca de rendiment per part dels inversors en un entorn de tipus històricament baixos. També la caiguda en desgràcia d'aquests emissors ha estat majorment indiscriminada: molts inversors no han diferenciat entre companyies i la seva fugida ha provocat ampliacions dels diferencials de crèdit que dificulten enormement l'accés als mercats de capitals d'aquests emissors.

Variables geopolítiques podrien crear volatilitat en el preu del petroli aquest any, però creiem que els factors d'oferta tindran més pes per mantenir el preu contingut a mitjà termini. Per aquests motius, esperem que els preus del petroli no repuntin amb força a mitjà termini, i que l'efecte positiu als EUA permeti a la Fed normalitzar la seva política monetària. Així, els inversors de renda fixa han d'adequar les seves carteres a aquesta nova situació: recomanem mantenir duracions molt baixes, especialment en les emissions denominades en dòlars. I, addicionalment, evitem tots els emissors "high yield"? No. Precisament la venda indiscriminada ocorreguda ofereix oportunitats d'inversió en alguns emissors amb bones perspectives i castigats en excés. Això sí, serà imprescindible més que mai una bona selecció individual de les companyies i l'adequació de les inversions al perfil de risc del client.

*Meritxell Pons Torres, CAIA
Directora d'Asset Management Americas*

Evolució de la renda fixa HY



Font: Bloomberg

La caiguda del preu del petroli ha provocat una ampliació dels diferencials de crèdit de "high yield", considerablement més gran en el cas dels emissors del sector energètic.

Tipus oficials:

previsions de consens de mercat

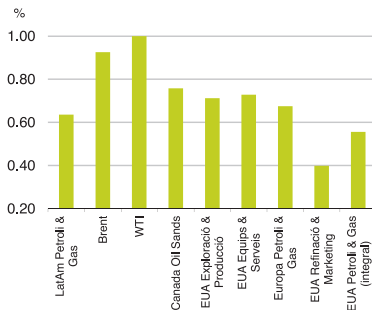
	31/03/15	2n trim	3r trim	4t trim
Zona Euro	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%
EUA	0,25%	0,35%	0,55%	0,80%
Regne Unit	0,50%	0,50%	0,55%	0,65%

Tipus d'interès: variacions

	31/03/15	Darrers 3 mesos	Darrer any
Zona Euro			
Euribor 3 mesos	0,02%	-0,06	-0,29
Bund 10 anys	0,18%	-0,15	-1,39
EUA			
US Libor 3 mesos	0,27%	0,02	0,04
US 10 anys	1,92%	-0,07	-0,79
Regne Unit			
GBP Libor 3 mesos	0,57%	0,01	0,05
Gilt 10 anys	1,58%	-0,18	-1,16

Renda variable

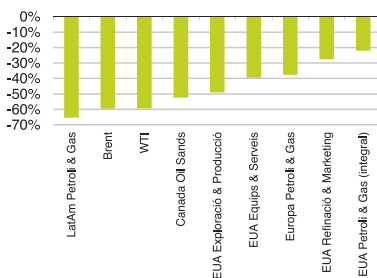
Correlació amb WTI a 10 anys



Font: Bloomberg

L'efecte de la baixada del cru varia en els diferents sectors relacionats amb aquesta matèria primera.

Màxima pèrdua durant 1 any



Font: Bloomberg

Les empreses petroleres de LatAm han estat les que han tingut episodis de caigudes més importants, arribant a perdre en l'últim any gairebé el 70% del seu preu.

		1T	2015	%
EUA	S&P 500	2.068	0,44%	0,44%
	DJ Indus. Avg	17.776	-0,26%	-0,26%
	NASDAQ 100	4.334	2,30%	2,30%
EUROPA	DJ Euro STOXX 50€ Pr	3.697	17,51%	17,51%
	França (CAC 40)	5.034	17,81%	17,81%
	Espanya (Ibex 35)	11.521	12,08%	12,08%
	RU (FTSE 100)	6.773	3,15%	3,15%
	Alemanya (DAX)	11.966	22,03%	22,03%
	Suïssa (SWISS)	9.129	1,62%	1,62%
	Itàlia (FTSE MIB 30)	23.157	21,80%	21,80%
Paiços Baixos (AEX)	489	15,30%	15,30%	
JAPÓ	TOPIX	1.543	9,63%	9,63%
	NIKKEI 225	19.207	10,06%	10,06%
EMERGENTS	Mèxic	43.725	1,34%	1,34%
	Brasil	51.150	2,29%	2,29%
	Argentina	10.837	26,32%	26,32%
	Xina	3.748	15,87%	15,87%
	Índia	27.957	1,67%	1,67%
	Corea	2.041	6,55%	6,55%
	Rússia	1.626	16,44%	16,44%

Valors d'energia: la tornada a la qualitat

Els darrers anys, el sector de l'energia s'ha centrat en els darrers anys en les noves tècniques d'extracció de cru no convencionals. En el futur, la qualitat, la disciplina en matèria de costos i la rendibilitat tornaran al primer pla.

No és cap sorpresa que la caiguda del preu del petroli hagi llastrat amb força el sector de l'energia, el qual ha estat el sector global amb pitjor comportament els darrers 12 mesos. Dit això, les diferències entre els diferents subsectors, regions i valors individuals han estat importants. Certs productors amb un palanquejament i costos elevats estan sotmesos a pressions importants. Un exemple d'això són els petits productors de les zones d'esquist dels estats de Texas i Dakota del Nord, com també les sorres bituminoses canadenques. En cas que el preu del petroli es continuï mantenint baix durant més temps, aquestes pressions podrien fins i tot intensificar-se. Està clar que la recuperació del preu del petroli i/o de l'activitat de fusions i adquisicions podria permetre el repunt temporal d'aquests títols, però, segons la nostra opinió, el seu perfil de risc/benefici continua sent poc atractiu. Fins i tot en cas de recuperació del preu del petroli, el cost de finançament segurament augmentarà en el futur, la qual cosa afectarà la rendibilitat dels projectes de cost més elevat.

D'altra banda, el sector de la refinació i comercialització del petroli i gas nord-americà ha assolit un màxim històric. El sector s'ha beneficiat d'uns bons fonaments del segment de la refinació, els marges del qual han augmentat gràcies a la caiguda del preu del cru als EUA (WTI) respecte del marge del petroli internacional (Brent). Aquest fet es pot explicar a causa de l'excés d'oferta de cru als EUA i a les interrupcions temporals de subministrament en la refinació. Dit això, és poc probable que els diferencials actuals siguin sostenibles, especialment a mesura que es redueixen les limitacions de capacitat, i per tant no apostariem per les empreses de refinació en aquest moment. Pensem que les grans petroleres integrades europees i nord-americanes són les que millor poden fer front al nou entorn del preu del petroli.

En general, aquestes companyies es beneficien de balanços sòlids, de noves iniciatives de reduccions de costos i, si escaigués, d'oportunitats interessants de fusió i adquisició d'empreses en dificultats. A més, les seves activitats de refinació

i comercialització ajuden a compensar parcialment les pressions als segments d'exploració i producció. No obstant això, les reduccions anunciades de la despesa en béns de capital (un 20-30% el 2015) es tradueixen en perspectives de més baix creixement a mitjà termini i el potencial alcista (després d'una correcció força moderada) serà segurament limitat. En comptes de centrar-se exclusivament en les perspectives de creixement, els inversors haurien de fer-ho en empreses d'alta qualitat amb una bona rendibilitat i dividends estables.

El subsector d'equipaments i serveis d'energia és el més vulnerable a una despesa inferior en béns de capital, tot i que sembla probable que continuï consolidant-se, la qual cosa permetrà noves reduccions de costos. Als mercats emergents hi ha factors que agreugen les pressions, com ara els escàndols de corrupció (Brasil), les sancions internacionals (Rússia) i el risc d'incompliments i dilucions dels drets dels accionistes. En general, les empreses d'energia controlades per l'Estat a mercats emergents no estan ben gestionades i els fons generats s'utilitzen per finançar els déficits públics i no per al més convenient per als accionistes minoritaris, raó per la qual resulten molt poc atractives com a inversions a llarg termini, independentment del preu del petroli.

Pascal Rohner, CFA
Director de Renda Variable de LATAM

Matèries primeres i divises

MATÈRIES PRIMERES

Shale a l'atac

Hem vist fortes correccions i creiem que una de les principals raons és que papà OPEP ja no vindrà a salvar el preu. I això és un canvi de paradigma en els 55 anys de la seva existència.

I, en aquests nivells, saber el preu d'equilibri és una quimera; resulta més fàcil intentar numerar les causes que poden provocar un increment del preu del petroli, el qual ja vam avançar que descartem en gran magnitud. Ens podem trobar en un increment de la demanda fruit de la recuperació econòmica mundial; en un major decrement de l'oferta dels països no OPEP o que l'oferta OPEP pateixi algun tipus de xoc a causa de factors endògens, com ara els riscos geopolítics.

A nivell d'oferta per part del Shale Oil als Estats Units, ens enfrontem a tres incerteses. La primera, quin nivell real de cost de producció tenen aquests productors. Diferents anàlisis situen el cost mitjà al voltant de 60 USD, però amb màxims per sobre de 80 o mínims per sota de 30 USD.

Dit això, sota el nostre punt de vista, les altres dues incògnites seran les que marcaran el futur del preu del cru.

En primer lloc si hi ha problemes de pagaments per part d'empreses extractores i quin serà el cost de finançament futur d'aquests nous pous i també com de ràpid evolucionarà la tecnologia per economitza aquestes extraccions.

Tot i que la capacitat adaptativa de la producció és més gran amb la tecnologia Shale, la majoria de productors als Estats Units seguiran produint, en el curt termini, bàsicament perquè hi ha, en molts casos, deute a pagar, però també perquè els costos fixos ja han estat "cremats".

Tot sembla indicar que els excessos més elevats haurien de produir-se en aquest segon trimestre del 2015. I aquest fenomen pot provocar fortes noves caigudes en els preus quan s'esgoti la capacitat d'emmagatzematge de petroli als Estats Units. Una cosa que va succeir també als anys 1998 i 2008 (això sí, per baixada de la demanda) però que ara, amb la negativa de l'OPEP de retallar producció, pot agreujar-se.

David Rabella, CAIA
Responsable Selecció de Fons i Actius Alt.

DIVISES

Divises & Petroli

Des de l'estiu de 2014 el petroli ha caigut prop d'un 50%. Amb relació a les divises, en aquest període trobem depreciacions front del dòlar d'entre el -40% i el -5%. Segons la nostra opinió, la caiguda del petroli ha afectat de manera directa i indirecta l'evolució de les divises.

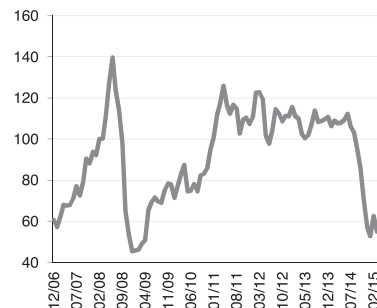
Efecte directe. En primer lloc, el mercat ha penalitzat amb força les monedes d'aquells països en què la importància dels ingressos del petroli és molt rellevant. L'explicació és senzilla. La caiguda extrema d'ingressos posa en situació de risc alguns sectors econòmics d'aquests països i, en certs casos, la salut financera de les administracions públiques. Això genera incertesa sobre les seves economies i monedes. Aquesta situació l'hem viscut en el segon semestre de 2014, moment en què es van registrar les majors caigudes del petroli. Així, les tres depreciacions més importants en aquest període van ser les de les divises de Rússia (-41%), Colòmbia (-21%) i Noruega (-18%), països en què el petroli té una gran importància. A Rússia, la debilitat de la seva moneda també va tenir a veure amb la inestabilitat provocada pel conflicte a Ucraïna i les sancions de la UE i els EUA.

Efecte indirecte. D'altra banda, des de principis de 2015 s'ha fet més visible un segon efecte. La baixada del preu del petroli va reduir les pressions inflacionistes, la qual cosa va derivar en noves mesures expansives de política monetària que, en la majoria dels casos, van depreciar les seves monedes. Addicionalment, l'agressiva actuació del BCE (QE) va provocar que molts països europeus fora de l'eurozona prenguessin mesures similars. A causa d'aquesta segon efecte (mesures de política dels bancs centrals) destaquen les caigudes en el que portem d'any de les monedes de l'eurozona, Dinamarca i Turquia (totes tres aproximadament un -10%).

De cara al futur, i atès que esperem un preu del petroli estable en els rangs actuals, creiem que aquests efectes seran menys rellevants. Així, considerem que el pròxim gran protagonista als mercats de divises serà la pujada de tipus als EUA.

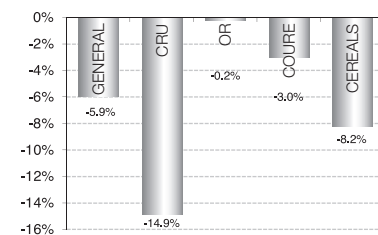
Pablo Manzano
Analista de Macroeconomia

Oil (Brent reference)



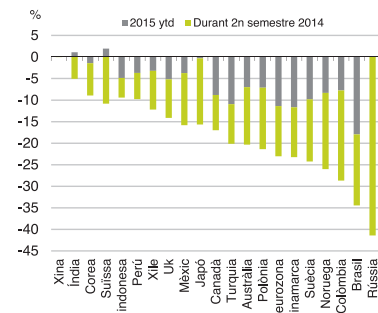
Font: Bloomberg

Rendiment index DJ UBS TR matèries primeres des d'inici d'any



Font: Bloomberg

% Variació de divises vs dòlar



Font: Bloomberg

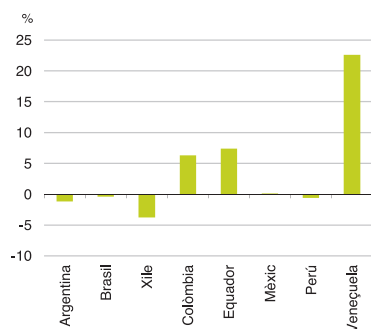
En molts casos, la depreciació de divises en el primer període està directament relacionada amb la baixada del preu del petroli; el segon període està més influït per la nova onada de polítiques expansives a molts països.

Tipus de canvi \$/€

% Variació:	1 mes	3 mesos	1 any
	-4,15%	-11,30%	-22,06%
Previsions	2T 2015	2015	2016
Consens	1,05	1,05	1,08

Llatinoamèrica

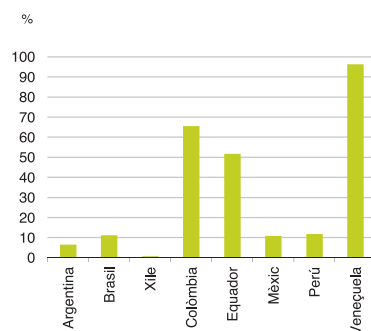
Exportacions netes de petroli (% PIB)



Font: IIF 2013

Veneçuela és, amb diferència, el país on el petroli té més importància per a la seva economia.

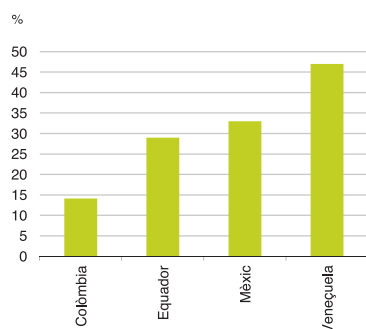
Exportacions relacionades amb el petroli (% del total)



Font: IIF 2013

A més, la diversificació de les exportacions en el cas de Veneçuela és nul·la, pràcticament el 100% és petroli. La diversificació de Colòmbia i Equador és també baixa.

Ingressos fiscals del petroli (% del total)



Font: IIF 2013

Molts governs de la regió es financen en gran part amb els ingressos del petroli.

Petroli bo, dolent, dolentíssim

La caiguda dels preus del petroli beneficiarà alguns i perjudicarà d'altres. En general, aquest nou panorama no fa perillar l'estabilitat macroeconòmica dels països, amb l'excepció de Veneçuela.

Els preus del petroli han passat en uns mesos de 106 USD fins aproximadament 55 USD (el canvi en la moneda local és menor, donat que les divises s'han depreciat fortament envers el dòlar). L'impacte en la regió és heterogeni. Identifiquem tres tipus d'efectes: i) un efecte positiu per a aquells països importadors de cru; ii) un impacte negatiu per a aquells països netament exportadors i iii) un impacte molt negatiu per a Veneçuela, a causa de la dolenta situació de partida i la gran dependència econòmica d'aquest producte.

Petroli bo. De les principals economies llatinoamericanes, les següents són importadores netes de petroli: Brasil (les importacions netes representen el 0,4% del PIB), Perú (0,6%), Argentina (1,2%) i Xile (3,8%). No obstant això, els beneficis es distribuïran de forma diferent en aquests països. Al Brasil, els consumidors amb prou feines se'n beneficiaran, ja que el govern va aprofitar per reduir els subsidis. De fet, des del mes de juny, la inflació, molt afectada pel preu de la gasolina, ha passat del 6,50% al 7,70% el mes de febrer. Addicionalment, Petrobras, empresa estatal petrolera, veurà com el descens d'ingressos empitjorarà la seva situació, ja complicada, amb els casos de corrupció recentment apareguts. A l'Argentina, novament el govern serà el principal afavorit, la qual cosa li permetrà alleujar moderadament la seva delicada situació financera. Amb uns preus al consumidor controlats per l'Estat, el gener, l'empresa estatal YPF va anunciar que reduiria únicament els preus un 5%, després de pujar-los un 55% durant el 2014. A Xile i Perú els preus sí que estan reaccionant, la qual cosa beneficia els consumidors. Per aquesta raó, en termes de creixement econòmic, aquests dos països seran els que més aprofitaran la baixada del cru. Aquest impuls ve en un moment crític per a ambdues economies, afectades negativament per la desacceleració de la Xina.

Petroli dolent. D'altra banda, l'Equador (7,4% del PIB), Colòmbia (6,3%) i Mèxic (0,1%) són exportadors nets de petroli (de Veneçuela en parlarem més endavant). En aquests països, l'Estat aconsegueix una important part del seu finançament a través de les empreses petroleres estatals.

En concret, l'Equador i Mèxic prop d'un 30% del total dels ingressos públics i Colòmbia un 15%. La caiguda d'ingressos ha obligat Colòmbia i Mèxic a aplicar retallades en les seves polítiques de despesa pública. No obstant això, la forta exposició d'aquestes economies als EUA fa que puguin afrontar amb garanties aquest problema, especialment Mèxic. Per contra, sembla que la política de forta despesa pública de l'Equador és insostenible a mitjà termini. És més, l'empitjorament de les condicions de finançament estranger amb la pujada de tipus oficials als EUA, cosa probable, combinat amb la pèrdua d'ingressos en dòlars pel petroli, podrien posar en escac el sistema financer equatorià, ja que el país utilitza com a divisa de curs legal el dòlar americà.

Petroli dolentíssim. Amb la caiguda del preu del petroli la situació de l'economia de Veneçuela passa a ser un autèntic caos. Sens dubte, és l'economia que en sortirà més perjudicada. En primer lloc, el xoc negatiu es produeix en un moment econòmic molt complicat, en què la inflació supera el 60%, amb una economia contraient-se prop del 3,5% durant el 2014, segons el consens d'analistes. En segon lloc, el pes econòmic del petroli al país és monumental. Les exportacions netes de petroli representen el 22% del PIB, i el 97% del total de les exportacions. A més, el govern rep el 50% dels seus ingressos gràcies al cru. De fet, ja n'estem observant certes conseqüències. Recentment, les autoritats van anunciar l'entrada d'un nou tipus de canvi envers el dòlar (SIMADI) que actualment se situa en els 200 bolívars per dòlar, la qual cosa representa una depreciació de la divisa de més del 75% des del 2014. Amb tot això, per al 2015 els analistes esperen que el PIB retrocedeixi un 7,5% i la inflació marqui taxes superiors al 100%. Si a aquest còctel hi afegim la complicada situació política i l'elevada probabilitat que el país faci fallida, el més probable és que les previsions del consens fins i tot siguin optimistes.

Raúl Ponte
Responsable de Renda Fixa LATAM

Avís legal

La informació que figura en aquest document constitueix la nostra opinió del mercat i el seu contingut pot ser modificat i/o actualitzat sense previ avís. No hi ha compromís per part de CRÈDIT ANDORRÀ FINANCIAL GROUP sobre el fet que aquesta informació sigui completa o certa.

Aquest document no constitueix una oferta en ferm per part de CRÈDIT ANDORRÀ FINANCIAL GROUP, ni representa en cap cas, ni pretén ser, una recomanació de compra o venda d'actius. Els clients hauran de prendre les seves decisions basant-se en les seves pròpies anàlisis i amb l'assessorament d'aquells tercers experts que considerin adients.

Les operacions en mercats financers poden comportar riscos considerables i requereixen una vigilància constant de la posició. CRÈDIT ANDORRÀ FINANCIAL GROUP no assumeix cap responsabilitat per l'ús de la informació recollida en aquest document, ni per les pèrdues que poguessin resultar de les decisions d'inversió o desinversió preses basant-se en aquesta informació.

Aquesta informació té caràcter confidencial i queda prohibida la seva distribució sense el permís explícit dels autors. La seva emissió, la seva modificació i la seva actualització estaran subjectes a periodicitat variable, sense cap compromís al respecte per part de CRÈDIT ANDORRÀ FINANCIAL GROUP.

© CRÈDIT ANDORRÀ FINANCIAL GROUP
2015. Tots els drets reservats.



Crèdit Andorrà
Financial Group



Crédit Andorrà
Financial Group
