

CARTA TRIMESTRAL

Zúrich, 3 Febrero 2015

Nº7

Perspectivas Económicas

El año 2015 comenzó con el precio del petróleo por el suelo, una marcada divergencia en el rumbo de la política monetaria global y modestas expectativas de crecimiento. Estos tres factores marcarán profundamente el rumbo de los mercados.

El desplome del precio del petróleo, el cual cayó de USD 107 por barril en junio 2014 hasta USD 49 al momento en que se escribe este artículo, trae consigo aspectos positivos y negativos para la economía real. En el presente artículo trataremos de analizar desde una perspectiva macroeconómica los factores que llevaron a la actual valoración del petróleo así como sus implicaciones sobre la política monetaria y la economía real.

Los factores de oferta y demanda

Para explicar la actual coyuntura del mercado del petróleo es necesario hacer un análisis de los factores de oferta y demanda que soportan el precio actual.

Con respecto a la oferta, en los últimos tres años se registró un aumento de la producción mundial de petróleo. De acuerdo con la Agencia Internacional de la Energía (AIE) la oferta global aumentó de 90.8 millones de barriles por día (mb/d) en el primer trimestre del 2012 hasta 94.3 mb/d en el cuarto trimestre de 2014. Entretanto la oferta de los países pertenecientes a la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) permaneció relativamente constante a niveles aproximados de 31 mb/d. El aumento en la producción global se atribuye a factores como la recuperación de la producción en los países afectados por conflictos armados, por ejemplo,

Iraq (cerca de 3.7 mb/d en 2014, el nivel más alto de los últimos 35 años) y al crecimiento de la producción de petróleo de esquisto bituminoso en los Estados Unidos (EE.UU), la cual creció 49%, pasando de 6.1 mb/d en enero de 2012 a 9.1 mb/d en octubre de 2014. El incremento de la producción en EE.UU se debe en gran parte al uso de la técnica conocida como fracturación hidráulica. Los altos precios que dominaron el mercado hasta mediados de 2014 hicieron financieramente viable las inversiones de capital necesarias para la utilización de esta técnica. En un contexto de valoraciones bajas y sobreoferta, el mercado esperaba que la OPEP iniciara su mecanismo de estabilización mediante una reducción de la producción. Contrariamente a las expectativas del mercado, la OPEP decidió mantener el límite de producción colectivo de 30 mb/d y Arabia Saudita dejó en claro su decisión de no ejercer su papel de regulador de la oferta. Con costos operativos que fluctúan entre 5 y 6 dólares por barril (los más bajos del mundo), Arabia Saudita está en capacidad de tolerar valoraciones bajas con la finalidad de no perder participación de mercado.

Desde la óptica de la demanda, el crecimiento del producto interno bruto (PIB) mundial es el principal determinante del precio del petróleo. El modesto crecimiento del PIB mundial en 2014 (ver Carta Trimestral anterior) no contribuyó a soportar los altos precios vigentes hasta mediados del año. De acuerdo con la AIE, ya desde el primer trimestre de 2014 el mercado presentaba un desbalance reflejado en una demanda global que se ubicaba en alrededor de 1.2 mb/d por debajo de la oferta global. Otro factor determinante en la demanda de hidrocarburos es el progreso tecnológico

que busca reducir la intensidad de su uso para producir una unidad de PIB. En China la intensidad del uso del petróleo en la economía se ha reducido a una tasa anual de 4.3% desde el 2005.

Sin embargo, el FMI sugiere que la menor demanda solo explicaría entre un 20% y un 30% de la caída del precio del petróleo, de forma que los factores de oferta explicarían la mayor parte de la corrección.

Repercusiones en la economía real

Las expectativas de crecimiento continúan siendo modestas, en enero el Banco Mundial redujo sus predicciones de crecimiento económico global para el 2015 de 3.4% a 3.0%. En términos generales, valoraciones bajas en el mercado del petróleo son positivas para la economía real. En la teoría económica cambios en los precios de las materias primas, conocidos como *Shocks* de oferta, afectan la oferta agregada a través del efecto que tienen en los costos. Para los países importadores los costos de producción se reducen, teniendo un efecto positivo en las utilidades. Por otro lado, se presenta un aumento en el ingreso disponible de los hogares que permite aumentar su nivel de consumo. Estos dos efectos dependen del nivel de utilización de energía en cada país. Por otro lado, para muchos países exportadores la coyuntura actual repercutirá en un deterioro de su situación fiscal producto de una reducción de las rentas petroleras, la depreciación de sus monedas y presiones inflacionarias. Basado en el supuesto de que los factores de oferta explican la mayor parte de la caída del precio del petróleo y que esta valoración se sostendría, el FMI estima que el PIB mundial aumentaría en 0.7% en 2015 y en 0.8% en 2016 con respecto a lo que crecería con una coyuntura sin valoraciones bajas en el mercado petrolero.

Implicaciones en la política monetaria

Según la teoría económica la disminución en

los precios de las materias primas, debería repercutir en una reducción del nivel de precios domésticos. La magnitud del efecto dependerá del grado de transmisión a la inflación y a las expectativas de inflación. En términos generales, menores presiones inflacionarias deberían ser contrarrestadas con una política monetaria expansiva. Pero en el ámbito global se observa una marcada diferencia en el rumbo de la política monetaria. Mientras el Banco Central Europeo (BCE) anunció en enero su programa de flexibilización cuantitativa (QE) y mantiene su tasa de depósitos a niveles negativos (-0.20%), la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) terminó el año pasado su programa de QE y este año debería continuar con aumentos en la tasa de interés de corto plazo. Sin embargo, los bajos precios del petróleo, las bajas expectativas de inflación y el fortalecimiento del dólar pueden llevar a que la Fed no se precipite en implementar estos aumentos.

Las expectativas para el mercado del petróleo

Con la economía estadounidense creciendo por debajo de lo esperado, una recuperación económica frágil y fragmentada en Europa y la desaceleración de la economía en China, no se esperan presiones en la demanda por petróleo. El equilibrio en el mercado dependerá básicamente de la voluntad política de la OPEP de reducir su cuota de producción y de la tenacidad con la que los inversionistas en yacimientos bituminosos estén dispuestos a sostener sus proyectos de extracción. A pesar de que el mercado de futuros sugiere un mejoramiento de las valoraciones en el mediano plazo, el sector petrolero se verá forzado a reducir las inversiones de capital.

Cotizaciones sostenidamente bajas afectarían severamente a los países exportadores cuyas fianzas públicas son vulnerables a las caídas en las rentas petroleras.

Efectos sobre Activos

La principal consecuencia de un precio sustancialmente menor en el mercado petrolero depende de si estamos evaluando a productores o consumidores. En el caso de las economías más grandes del mundo, como los EE.UU., Europa o China, se espera que el efecto sobre el crecimiento económico sea positivo dado que aumentaría el poder adquisitivo de los consumidores.

Las consecuencias de la apreciación del dólar americano sobre las distintas economías tienen que ver con las ventajas que ofrece tener una moneda recientemente devaluada. En este sentido, los exportadores con componentes de costos locales y cuyas monedas se han depreciado con respecto al dólar van a tener una ventaja para colocar sus productos en los EE.UU., y viceversa para los exportadores norteamericanos. Esta ventaja en sí misma debería ayudar a recuperar la actividad económica en algunos países con sectores exportadores importantes (Europa, por ejemplo). El efecto sobre las empresas norteamericanas con operaciones en el extranjero sería de menores resultados una vez éstos sean traducidos a dólares americanos. Un dólar fuerte también tiene implicaciones sobre el precio de las materias primas con precios denominados en esa moneda. El precio del petróleo y del oro, sin mediar otros elementos, debería disminuir ante la fortaleza de la moneda. Por último, menores precios en las importaciones de bienes, servicios y energía podrían presionar a la baja la inflación en los EE.UU. Esto último podría debilitar el caso que soporta un alza de tasas por parte de la Fed a corto plazo.

Las consecuencias de un mayor nivel de liquidez en euros como producto del recientemente anunciado plan de compra de bonos de gobierno (QE) por parte del Banco Central Europeo (BCE) tendrían el efecto de aumentar la oferta de euros y, con ello,

podría reducir aún más su valor relativo con respecto a otras monedas. Dicha liquidez adicional y el esfuerzo del BCE también disminuirían aún más las tasas de rendimiento a mediano y largo plazo de los bonos europeos, inclusive los periféricos.

La acción del Banco Nacional Suizo de dejar flotar el precio del Franco con respecto al euro tendría como consecuencia una reducción en la competitividad de las empresas suizas y con ello menores ventas y una caída en su valor de mercado.

Es de notar que los cambios descritos pudieran ser tan solo el comienzo de un re-arreglo en las condiciones de equilibrio ante los grandes cambios que se están gestando, incluido un posible aumento de tasas en los EE.UU. a partir del próximo verano. De hecho, los bancos centrales de muchos países han estado muy activos durante las primeras semanas del año ajustando sus políticas monetarias ante el fuerte reacomodo que se está produciendo.

El 2015 promete ser mucho más volátil que los últimos 3 años. Un elevado nivel de volatilidad (alzas y bajas repentinas en los precios y rendimientos) suele representar buenas oportunidades, pero también suele retar la disciplina de los inversionistas no profesionales. Es común que el inversionista poco experimentado sucumba a la volatilidad comprando luego del alza o vendiendo antes del rebote.

Lo recomendable en estas circunstancias sería reducir la exposición a activos volátiles a un nivel confortable, pero que no sea demasiado bajo, y afrontar la volatilidad que se avecina con una exposición diversificada de activos de buena calidad.

Implicaciones de Portafolio

Seguimos con nuestra expectativa de mejoría paulatina en la economía mundial y por ello la preferencia por acciones sobre bonos. No obstante lo anterior, nos preocupa un poco el nivel de valoración de las acciones norteamericanas de empresas grandes (producto de ganancias extremadamente altas) y por ello incorporamos a la mezcla acciones de empresas de tamaño mediano y pequeño.

En las carteras administradas estamos incorporando gestores con buen récord histórico de comportamiento en mercados a la baja, debido a su habilidad para seleccionar acciones de empresas que ofrecen una buena combinación de valor y perspectivas de crecimiento.

El portafolio modelo incluye acciones de Europa, Japón e incluso Mercados Emergentes aunque reconocemos riesgos adicionales de devaluación con respecto al dólar americano. La cobertura de riesgo de monedas podría ayudar a percibir una porción mayor del rendimiento esperado en monedas locales.

En bonos y otros instrumentos de renta fija, las tendencias de la inflación y de las políticas de los bancos centrales apuntan a rendimientos todavía bajos y por un buen tiempo, sobre todo en los plazos intermedios y largos. Si la Fed decidiera actuar moviendo su tasa referencial, esto afectaría los plazos cortos en dólares americanos. Es poco probable que la Fed suba las tasas agresivamente dado el bajo riesgo de inflación y la baja velocidad de expansión de la economía. A lo sumo esperamos que las alzas sirvan para devolver la tasa real a corto plazo a niveles menos negativos con respecto a la inflación proyectada. A partir de ese punto, pensamos que la Fed esperaría un poco para evaluar los efectos del cambio

de política y para revisar la evolución de la economía.

En vista de la volatilidad en los mercados de acciones y de la poca premura que tiene la Fed y los otros bancos centrales por restringir la liquidez, sugerimos no recortar demasiado la duración y mantener exposición a bonos de plazos intermedios y largos, preferiblemente con spreads crediticios.

Las tendencias al fortalecimiento del dólar americano y a la debilidad del precio del petróleo parecieran no amainar por los momentos, en ambos casos como resultados de desbalances fuertes de oferta y demanda. Si bien es cierto que ambas tendencias eventualmente se agotarán por sus propios efectos, consideramos prematuro tomar posiciones contrarias a estas tendencias.

La debilidad económica de los países emergentes prevalece por los momentos y por ello nuestra recomendación a recortar exposición a ellos. No obstante lo anterior, las buenas valoraciones desaconsejan salir del todo. Aquellos países con mayor dependencia al precio del petróleo y/o que sean objeto de sanciones comerciales tendrán problemas económicos más severos. Su preparación ante estos escenarios hará una gran diferencia en términos de desenlace.

Sugerimos conversar con su asesor acerca de estas ideas y cómo reflejarlas en su portafolio.

Revisiones Periódicas

- Ser cliente de la Banca Privada de Mercantil Bank (Schweiz) tiene sus privilegios.
- Como cliente de la Banca Privada, usted tiene derecho a un mínimo de cuatro contactos anuales, los cuales sugerimos sean trimestrales, para revisar la evolución de los mercados y el desempeño de sus portafolios, así como para establecer si la estrategia implementada y mezcla de productos sigue siendo la correcta o requiere ajustes.
- Esta revisión es una excelente oportunidad para revisar su perfil de inversión y para poner a su asesor al día acerca de cualquier cambio relevante que haya ocurrido o esté por ocurrir.
- Los cambios en la actividad económica o la mudanza de país son ejemplos de hechos relevantes que requieren ser conocidos de forma oportuna.
- El momento es también propicio para presentarle nuevos productos o propuestas que pudieran adaptarse mejor a sus necesidades actuales.
- Una buena asesoría requiere de una conversación frecuente y fluida donde ambas partes repasen las necesidades actuales y futuras, así como sus expectativas.

¿Planea mudarse a los EE.UU.?

Por favor recuerde informarnos oportunamente si alguno de los titulares piensa mudarse a los EE.UU. Una vez obtengan estatus de Estadounidenses para efectos fiscales en ese país (ciudadanía o residencia), comenzarán a aplicar requerimientos adicionales de información y ciertas restricciones.

Anuncios

- El 16 de Marzo nos estaremos mudando y estrenaremos nuevas oficinas. La nueva dirección es:

Mercantil Bank (Schweiz) AG
Kasernenstrasse 1
8004 Zúrich, Suiza

- ¡Visítenos en nuestras nuevas oficinas! Suiza se encuentra en el centro de Europa, es fácil de llegar en tren o en carro, y el aeropuerto de Zúrich tiene excelentes conexiones con las principales ciudades del mundo.
- Con el objetivo de brindarle una mejor atención hemos hecho algunos cambios en la asignación de las cuentas. Por ello, su asesor podría haber cambiado. Si todavía no lo ha hecho, muy pronto su nuevo asesor se estará poniendo en contacto con usted.
- Nuestro horario de atención:

Lunes a jueves hasta las 7:30 pm
 Viernes hasta las 6:30 pm
 Horas del Centro de Europa.

Mercantil Bank (Schweiz) AG
 Talacker 42, 5to Piso
 8001 Zurich, Suiza

T: 0800 134 1143 (desde Vzla.)
 F: +41 43 334 4550

mercantilbanksuiza.com

Avisos Legales

La información presentada es de carácter general y no constituye una oferta, solicitud, o recomendación personalizada para adquirir o disponer de alguna inversión, o para iniciar alguna transacción.

Esta publicación no está dirigida a ninguna persona que se encuentre en una jurisdicción donde por cualquier causa su publicación esté prohibida.

Usted acuerda que no publicará, difundirá, retransmitirá, reproducirá, o explotará comercialmente, el contenido de esta publicación. Sin embargo, usted podrá descargar e imprimir copias físicas para su uso personal.

La información contenida en esta publicación ha sido obtenida por Mercantil Bank (Schweiz) AG ("MBS") a partir de fuentes consideradas confiables. Si bien MBS ha tomado precauciones razonables para asegurarse de que la información es precisa en el momento de su publicación, MBS no garantiza la exactitud, fiabilidad e integridad de dicha información, la cual está sujeta a cambios sin previo aviso.

Al utilizar dicha información, usted libera y exonera a MBS de cualquier responsabilidad por pérdidas, daños y perjuicios, directos o indirectos, que puedan resultar de tal uso. La información suministrada en esta publicación no debe considerarse, por consiguiente, como una referencia única para las decisiones de inversión u otras que vaya a tomar. Por favor, consulte a su Gerente de Relación antes de tomar cualquier decisión sobre sus inversiones.