

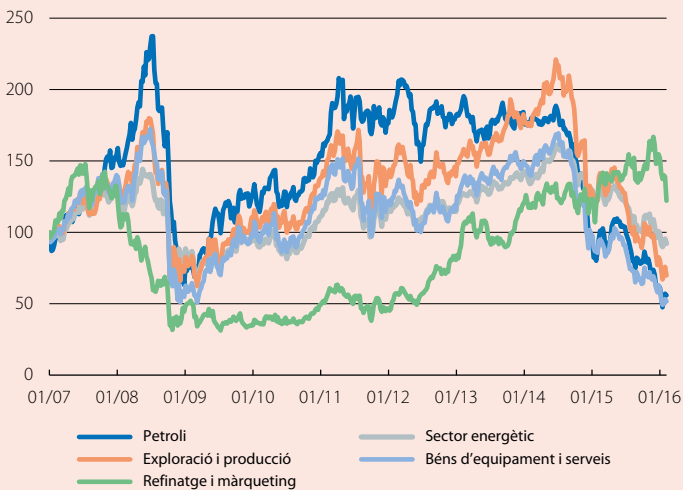
Estabilitat financera i petroli barat: benedicció o maledicció?

En poc més d'un any i mig, la cotització del barril de petroli ha passat dels 115 dòlars al voltant dels 30. Aquest ràpid i intens enfonsament ha estat un important focus de tensions als mercats financers internacionals. Inversors i reguladors temen les conseqüències que pot comportar per a l'estabilitat financera global un escenari en què persisteixin els baixos preus del petroli. Certament, hi ha més motius per a la prudència que per a la complaença.

De fet, el mal comportament dels actius amb risc en els últims mesos es pot atribuir, principalment, a tres factors: un factor comú que afecta el sector energètic i la resta de sectors (vinculat a les perspectives de creixement global), un segon factor que impacta específicament sobre el mateix sector energètic (el preu del petroli) i, finalment, un factor de possible contagi des d'aquest sector cap a la resta. L'elevada correlació entre l'evolució dels preus del cru i de les borses respon, en bona part, al factor comú esmentat: el temor a una desacceleració brusca del creixement econòmic global, que, atès el conjunt d'indicadors d'activitat, sembla exagerada. Un temor que sorgeix, en gran part, de l'evidència de l'alentiment de l'economia xinesa, de la recessió d'emergents importants com el Brasil i Rússia i, més recentment, de la feblesa que ha mostrat el pols de l'economia nord-americana. Tot plegat ha contribuït a intensificar la pressió a la baixa sobre el preu del petroli, l'origen de la qual es troba en elements d'oferta (vinculats, en particular, a la irrupció del *shale oil*, a la reincorporació de l'Iran al mercat internacional i a l'estratègia de l'Àrabia Saudita).

EUA: petroli i índexs borsaris del sector energètic

Índex (100 = gener 2007)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Una part considerable del descens dels preus de les accions és deguda al sever correctiu que han registrat els actius més exposats al sector de l'energia. En termes borsaris, els sectors energètics s'han situat a l'epicentre del mal comportament de les borses en els últims trimestres. Des que el preu del cru va començar a enfonsar-se al juny del 2014, l'índex MSCI global d'energia ha reculat el 45%, mentre que, als EUA, la reculada del sector en borsa ha assolit el 40% i, a Europa, la correcció ha estat del 30%. Als EUA, el sector de l'exploració i de la producció de cru (en anglès, activitat *upstream*) n'ha sortit particularment perjudicat, tal com ho reflecteix una caiguda acumulada superior al 70%. Així mateix, la indústria d'equipament i de serveis d'enginyeria per a les activitats del gas i del petroli també ha registrat un fort correctiu en borsa, per culpa de l'estreta relació que té amb el cicle d'inversió al sector amb el preu del cru i, en particular, a causa de l'aturada que han patit les inversions en *shale oil* als EUA. En sentit positiu, cal destacar l'evolució del sector del refinatge i del màrqueting (*downstream*), el funcionament del qual en relació amb la resta de subsectors ha estat molt satisfactori durant el *sell-off* del petroli. No desentonada, per tant, el fet que les companyies petrolieres més diversificades del negoci hagin trampejat millor el temporal. En última instància, caldria esperar que, en casos com el dels EUA, la zona de l'euro o el Japó, els efectes positius derivats de l'abaratiment dels costos energètics, dels quals es beneficien la majoria de les companyies que integren els respectius índexs borsaris, s'acabin imposant sobre els efectes negatius. No obstant això, la validesa d'aquest últim punt està subjecta a matisos importants, com s'exposarà més endavant.

La renda variable no és l'únic focus de turbulències. El mercat de renda fixa corporativa va ser dels primers a emetre senyals de feblesa pocs mesos després que el petroli comencés a enfonsar-se. Les primes de risc dels bons corporatius del sector energètic escenifiquen la difícil situació que travessa el sector, sobretot als EUA. En aquest país, la *yield* dels bons energètics del segment especulatiu (*high yield*) va experimentar un augment fulgurant durant l'últim any, que la va dur a aconseguir el 19%, en comparació amb la *yield* del 10% del conjunt del mercat de deute amb grau especulatiu, un diferencial que es troba en màxims històrics. Expliquen aquesta evolució l'empitjorament de les perspectives de beneficis, el deteriorament de variables relatives als

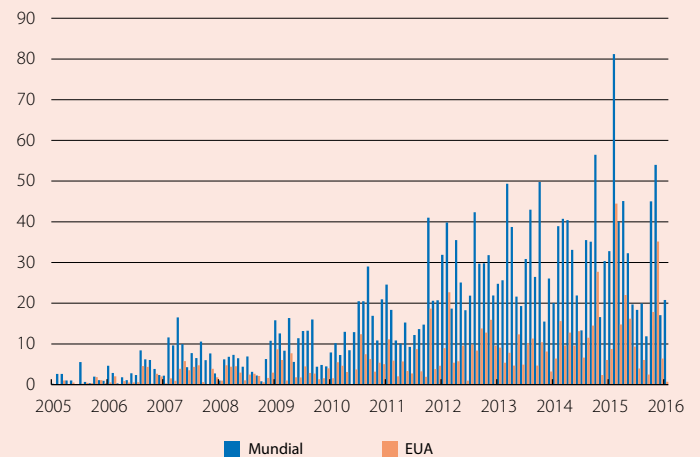
balanços empresarials i, en especial, la magnitud de l'endeutament de les companyies energètiques, un fenomen que no havia estat present, si més no amb la dimensió que ha adquirit avui dia, en anteriors crisis del petroli. Segons les dades del BIS, el saldo viu de bons de les companyies del sector del petroli i del gas va créixer a una taxa anual del 15% entre el 2008 i el 2014, per damunt de la de la resta de sectors, fins a arribar als 1,4 bilions de dòlars el 2014, en relació amb els 455.000 milions del 2008.¹ Malgrat que l'escenari més preocupant es limita a l'espectre de deute amb baixa qualificació, els problemes han començat a escalar cap al segment del grau d'inversió, considerat molt segur. En els dos primers mesos de l'any, l'agència de qualificació Standard & Poor's ha rebaixat el *rating* de 13 companyies energètiques en aquest segment, una xifra que crida l'atenció si es compara amb les 18 del 2015 o les 10 del 2014. Només als EUA, l'onada de revisions a la baixa de les qualificacions creditícies ha comportat que cinc empreses energètiques hagin perdut la condició de grau d'inversió, una tendència que es podria intensificar en els pròxims mesos.

El palanquejament del sector energètic, que s'ha anat gestant arran d'unes condicions monetàries globals extraordinàriament laxes, representa un risc, ja que els seus efectes es podrien traslladar del sector energètic a altres mercats i al conjunt de l'economia real. Un aspecte especialment sensible està relacionat amb els efectes perniciosos derivats de l'excés d'endeutament sobre la inversió en capital (*capex*), no solament del sector energètic, sinó també d'altres segments del teixit empresarial interconnectats amb aquest últim.² D'altra banda, la concentració geogràfica i sectorial és un aspecte addicional que cal vigilar. El fet que un gran nombre de països emergents depenguin de les exportacions de cru introdueix un element de fragilitat considerable. Casos com els de Rússia i Veneçuela són paradigmàtics. En particular, l'enfonsament dels preus del petroli ha perjudicat molt la recaptació fiscal i, per tant, la sostenibilitat del deute sobirà d'aquests i d'altres països. En el context petroler actual, la probabilitat que es produeixin episodis de contagi als mercats de deute corporatiu o de deute sobirà no és menyspreable.

Finalment, l'exposició bancària al sector energètic també podria constituir un factor addicional de risc. Segons les dades de Bloomberg, representa entre l'1% i el 5% del total del crèdit bancari per a la majoria d'entitats a nivell internacional, una magnitud que sembla prou modesta per no provocar grans turbulències. Se situa, per exemple, a molta distància del 44% assolit pel crèdit hipotecari als EUA el 2007. No obstant això, la crisi financera global posterior a la implosió de les hipoteques *subprime* va posar de manifest fins a quin punt pot ser nociva la materialització de riscos de cua que no es calibren de forma convenient. Per bé que és cert que res no es manifesta amb tanta claredat en perspectiva com en retrospectiva, els ensenyaments d'aquell període són valuosos.

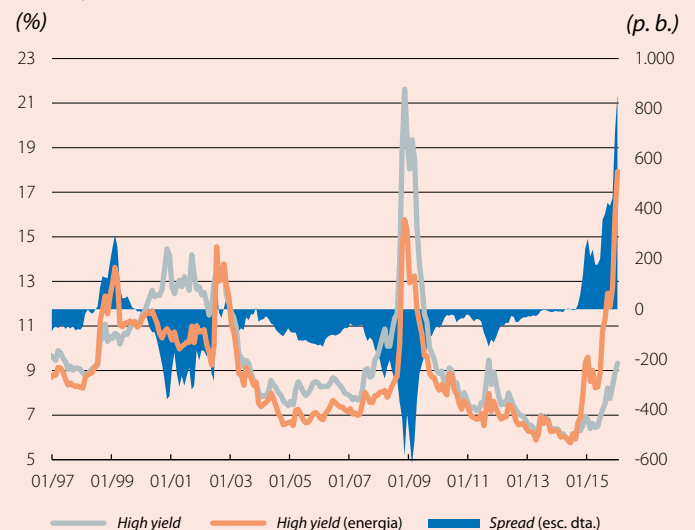
Sector energètic: emissió de bons

(En milers de milions de dòlars)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Sector energètic: rendibilitat del mercat high yield nord-americà



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg i de Bank of America Merrill Lynch.

1. Per a una exposició interessant sobre les dinàmiques del preu del petroli i de l'endeutament, vegeu Domanski, D., Kearns, J. *et al.*, «Oil and Debt», BIS Quarterly Review, març del 2015.

2. D'acord amb els arguments presentats per Banerjee, R., Kearns, J. i Lombardi, M. «(Why) is Investment Growth Weak?», BIS Quarterly Review, març del 2015.

De tot l'anterior es desprèn que la caiguda vertiginosa dels preus del petroli, d'una banda, i el palanquejament, de l'altra, han activat vulnerabilitats que es podrien reforçar i alimentar entre si. Així i tot, sembla poc probable que tingui lloc un contagi de caràcter sistèmic als mercats de renda fixa i d'accions que acabi impactant de forma molt significativa sobre l'economia real. No obstant això, la premissa que l'enfonsament del petroli és un joc de suma zero entre uns països i uns altres és molt discutible. Si més no, a curt termini.

Carlos Martínez Sarnago
Departament de Mercats Financers, Àrea de Planificació Estratègica i Estudis, CaixaBank