



knowsquare .

OFELIA MARÍN-LOZANO

9 DE ENERO DE 2015

# ANÁLISIS ECONÓMICO DICIEMBRE 2014

---

INFORME

knowsquare .

Privado y Confidencial

Prohibida su Distribución sin Autorización Expresa de la  
Autora y Know Square S.L.

## 2015, el crudo, Rusia y Grecia

En 2014 la mayoría de economías avanzadas ha dejado atrás la “Gran Recesión”. **2015 se inicia marcado por la súbita caída del crudo y la incertidumbre en cuanto a la continuidad de Grecia en el euro. La primera**, independientemente de su causa y de su impacto en Rusia y otros productores, **tendrá un efecto neto positivo en el crecimiento global, en especial el europeo y asiático**, por transferencia de rentas entre países productores y consumidores. **La segunda permitirá**, a partir del 25 de enero, una **aclaración definitiva de la postura de Grecia** en cuanto a su mantenimiento en la eurozona. A pesar de todo, **2015 apunta globalmente a una mejora económica**, con acortamiento de distancias entre las tasas de crecimiento globales (más los desarrollados, menos los emergentes) aunque con mantenimiento del esquema general: China creciendo en torno al 7%, EE.UU. al 3%, la eurozona en torno al 1% (con España entre los países en cabeza).

## El crudo, -50% en el último mes

Es pronto para saber en qué precios tenderá a estabilizarse el crudo, que hoy cotiza en torno a 50 \$/barril frente a los más de 100 \$/barril en los últimos cuatro años. Asumiendo que se establezca en el futuro próximo en torno a 60 \$/barril, el impacto de este cambio tendría los siguientes efectos, en una estimación rápida:

- **Para Rusia:** una caída del PIB de en torno al 4% en 2015. La caída del crudo, junto con el gas principal fuente de riqueza y exportaciones, supondrá un claro deterioro en el hasta ahora muy mejorado nivel de bienestar del pueblo ruso. No obstante la paralela depreciación del rublo (-40% vs dólar en 2014) permitirá previsiblemente mantener en rublos los sueldos públicos (que no su poder adquisitivo) y podría dar un giro a la política industrial, hasta ahora conforme con importar muchos productos básicos que Rusia debería ser capaz de producir por si sola. La fuga de capitales y la drástica subida de tipos de interés (los oficiales ya en 17% desde el 9,5% previo al desplome) suscitarán dudas acerca de un eventual impago de la deuda, aunque el holgado nivel de reservas con respecto a la deuda en dólares no hace previsible tal suceso, al menos en los dos próximos años. En estas circunstancias el suministro de gas a Europa se convierte en indispensable para la estabilidad política en Rusia y debería facilitar una solución pacífica al conflicto con Ucrania.

- **Para otros productores:** además de la ralentización económica, es de esperar el fin de la exuberancia en los presupuestos estatales de los países productores (Venezuela, Ecuador, Bolivia, países árabes...). Un mantenimiento de los precios actuales durante tiempo prolongado podría poner en serias dificultades a los productores de crudo de mayor coste (Iberoamérica).

- **Para la inversión mundial:** el sector petrolífero y sus sectores auxiliares son intensivos en capital, en especial si nos limitamos al universo de compañías cotizadas. La caída de la inversión en subsectores centrados en crudo no convencional (shale gas o gas pizarra, petróleo en aguas profundas o en arenas bituminosas) y en compañías proveedoras de equipos para su extracción se hará notar, pero puede ser perfectamente compensable con mayor inversión y consumo en otros.

- **Para el crecimiento global:** el efecto neto será positivo, por transferencia de rentas entre grandes compañías y estados de países productores y una amplia base de consumidores de países importadores. A título de ejemplo: Rusia exporta unos 2.000 mns de barriles equivalentes de petróleo al año, por lo que una caída del crudo de 40 \$/barril (en €, de unos 30 €/barril con la depreciación acumulada hasta la fecha) mermaría los ingresos nacionales del país en 60.000 M€ al año. Esta

cantidad es inferior a lo que se ahorrarían en importaciones de crudo sólo entre España, Francia e Italia, donde millones de consumidores medios verán reducida su factura media en gasolina en unos 300 € anuales (un automóvil que haga 20.000 km al año consume el equivalente a 10 barriles de petróleo).

*Precio del crudo tipo Brent (\$/barril)*



## **Grecia, la hora de la verdad**

Las encuestas apuntan a la victoria de la coalición de izquierdas liderada por Syriza aunque el desenlace de los comicios sea incierto. Las declaraciones de Alemania y de la Comisión Europea sobre la posibilidad o rechazo a la salida de Grecia del euro en caso de que la opción victoriosa en las urnas se declarara contraria al cumplimiento de los compromisos financieros escenifican el desconcierto. En caso de salida, las inevitables turbulencias a corto plazo deberían encontrar fin dada la mejora de la situación del resto de países periféricos, España, Portugal e Italia (con primas de riesgo en niveles ya casi “normales”, denotando la confianza acerca de su compromiso con el área euro). En caso de que se opte por la permanencia, la solución más verosímil para lograrla pasaría por una inyección de fondos (inversiones, subvenciones) por parte de la Unión Europea, antes que por una reestructuración adicional de la deuda. La diferencia de renta per capita entre Grecia y sus vecinos (el PIB per capita de Grecia más que duplica el de Turquía y quintuplica el de Macedonia, Bulgaria y Albania) hace prever que los griegos, como el común de los mortales, aunque hablen con el corazón, decidan en última instancia (o lo haga la opción votada) con el bolsillo.



### El resto del mundo

**Países desarrollados.** En **EE.UU.** los datos indican que la economía crece con vigor, alrededor del 3%, y la Reserva Federal ha dado ya por finalizada su política monetaria ultra-expansiva, esperándose una primera subida de tipos probablemente en el segundo trimestre de 2015. Mientras, la **Unión Monetaria** avanza muy lentamente y el BCE, a la inversa de la Fed, ha puesto en marcha un conjunto de medidas de expansión monetaria vía facilitación del crédito y compra de activos, algunas pendientes de concreción. En el conjunto del área las diferencias entre países tienden a agrandarse, contrastando la relativa fortaleza de Alemania y algunos países periféricos (en particular España) con la debilidad de Francia e Italia. Para los primeros el crecimiento en 2015 se espera superior al 1,5%, para los segundos inferior al 0,5%. Aunque el recorte del crudo, la depreciación del euro y el mantenimiento de los tipos de interés en niveles muy bajos podrían jugar a favor de un mayor crecimiento. **Japón** se encuentra en recesión, a pesar de lo cual el Primer Ministro Shinzo Abe revalidó la mayoría absoluta en el parlamento, y el Banco de Japón prosigue en su programa de compra de activos.

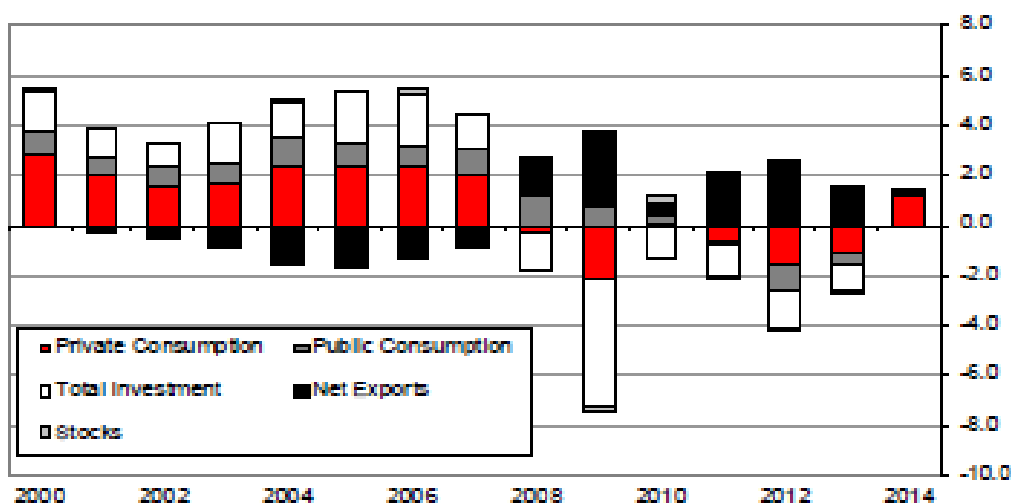
Los países **emergentes** continúan mostrando síntomas de pérdida de dinamismo, mayor en la medida en que es mayor su dependencia del sector exterior y del precio de las materias primas. **China**, el gran motor, sigue mostrando datos de signo mixto y el Banco de China prevé una ligera ralentización del ritmo de crecimiento hasta el +7,1% en 2015 desde el +7,4% previsto en 2014. Prosigue la lenta transformación de su modelo de crecimiento, desde el sector exterior hacia la demanda interna, y desde la inversión hacia un mayor consumo, amparado en el continuo crecimiento de la clase media y su poder adquisitivo. En Latinoamérica la atención se centra en **Brasil**, donde la reelección como Presidenta de Dilma Rouseff anticipa el mantenimiento de una política de compromiso con los acreedores e inversores (se han elevado los tipos de interés al 11,75% para combatir la inflación y se ha anunciado recorte en partidas asociadas a pensiones y subsidios de desempleo, con el objetivo de mantener el país en grado de inversión) a la vez que se avanza en la senda de lucha contra la pobreza extrema ya iniciada por su antecesor: “Hoy tenemos la primera generación de brasileños que no vivió la tragedia del hambre”. El coste será previsiblemente la continuación en 2015 de la situación de estancamiento económico de 2014.

## España, crecimiento a la cabeza de la eurozona

España podría superar el 2% de crecimiento previsto para 2015, mejorando sensiblemente la marca de 2014 (+1,3% previsto), como reflejo de la mejora en varios ámbitos. Acumulamos ya cinco trimestres con el PIB en positivo, con la demanda tanto interna como externa contribuyendo positivamente y con una notable mejora de competitividad (las exportaciones de bienes y servicios representan un tercio del PIB frente a un cuarto en 2008); en 2014 se recuperaron medio millón de empleos (un sexto de los perdidos desde 2008); el endeudamiento de empresas y familias ha empezado a reducirse; el sector financiero ha obtenido en el reciente test de estrés la mejor nota de la eurozona (y el crédito nuevo al consumo y a PYMEs ya crece); la prima de riesgo cerró 2014 en 100 pb (la mitad que en 2013 y un quinto que en 2012); la inversión exterior en España en empresas y activos casi se duplicó en 2014, acercándose a los 50.000 M€; finalmente, el déficit público sigue siendo muy elevado aunque se ha reducido en 5 puntos desde 2009. Si de alguna manera el inicio del desplome del precio de la vivienda en 2008 marcó el inicio de la crisis, el fin de su caída o principio de su recuperación, manifiesto en las últimas estadísticas tanto de vivienda usada como nueva, puede ser el indicador, algo retrasado, de la recuperación.

En 2015 el impacto y velocidad de la recuperación de la eurozona se seguirán dejando sentir en España, aunque **como en el resto de la Eurozona los bajos tipos de interés, la caída del crudo y la depreciación del euro jugarán a nuestro favor**. Por ejemplo, la bajada de tipos de interés ha permitido ya en 2014 un ahorro de 15.000 M€ en el coste de la deuda pública, a pesar del aumento de ésta; una consolidación del crudo en niveles en torno a 60 \$/barril permitiría un ahorro en importaciones energéticas del orden de otros 15.000 M€; finalmente; la depreciación del euro (actualmente en torno a 1,20 \$/€) se traduce en una mayor competitividad, que permite a la Comisión Europea estimar una aceleración del crecimiento de las exportaciones españolas del 3,8% en 2014 al 4,9% en 2015 (en la UME del 2,9% al 3,9%). Todo ello permitiendo una mejora adicional del PIB y una continuación de la recuperación, quizá a ritmo más pausado, del empleo (previsiones de crear unos 300.000 empleos).

*España, contribución al crecimiento del PIB 2000-2014.*



*Fuente: Datastream, Banco Santander*

Hemos empezado el nuevo año con caída de las bolsas (en especial, como viene siendo últimamente habitual, las de la zona euro), de las rentabilidades de los bonos soberanos alemanes y norteamericanos, del precio del petróleo y del tipo de cambio del euro frente al dólar. ¿Qué hay de malo para la economía europea, para los beneficios empresariales y, por ende, para el valor de las compañías cotizadas, en que gastemos menos en petróleo, paguemos menos intereses, o tengamos un tipo de cambio más competitivo? Realmente no sólo no es nada malo, sino que es muy bueno. ¿Por qué caen entonces las bolsas? Sólo hay una explicación, la de siempre, el aumento de la percepción de riesgo. El riesgo de una posible victoria de Syriza en Grecia, el riesgo en que algunos países productores de petróleo, como Rusia, ganen tan poco dinero que tengan serios problemas de estabilidad. El euro seguirá, muy probablemente con Grecia dentro, y Rusia es la primera interesada en mantener una correcta relación con Europa. **Las empresas europeas ganarán en 2015 más euros que en 2014 y su valor económico, su valor fundamental, aumentará. Y tarde o temprano, lo hará también su precio en bolsa.**

Gracias por su confianza.

© Ofelia Marín-Lozano  
*Consejera Delegada*  
*1962 Capital SICAV, S.A.*  
© Know Square S.L.