

# Informe trimestral

Nuestra visión de los mercados

## ÍNDICE

- 2 Situación macroeconómica
- 3 Renta fija
- 4 Renta variable
- 5 Materias primas y divisas
- 6 Latinoamérica

## Petróleo

**En pocos meses el crudo ha sufrido un desplome de precios que creemos que no revertirá en el medio plazo. Dedicamos este trimestral a explicar los efectos que esto tendrá sobre la macroeconomía global y los distintos activos financieros.**

No deja de sorprender la frecuencia con la que la opinión mayoritaria en los mercados financieros sufre metamorfosis radicales. Situaciones que poco antes se antojaban imposibles, se toman como inevitables a velocidades de vértigo. Abundan ejemplos recientes. Hace bien poco, la posibilidad de que el BCE acabase por embarcarse en un QE les parecía a muchos ciencia ficción. ¿Un cuarto de todas las emisiones soberanas europeas cotizando tipos negativos (sí, hay que pagar por dejar el dinero, tal como suena)? Suena inaudito, pero se apuesta a que va a ir a más, como si no fuera posible otra cosa... ¿Euro/dólar? Busquen entre todos los analistas y estrategias a ver si encuentran a alguien que el pasado verano aventurase un euro rozando la paridad.

A veces, la situación de partida era la que creemos que debiera haber despertado recelos (la fortaleza del euro o la convicción de que el BCE podría evitar el QE) mientras en otras ocasiones asistimos al “nuevo paradigma” con estupefacción (tipos negativos). En nuestra opinión, las abruptas caídas del petróleo -el Brent cotizaba al doble del nivel actual, el pasado junio-, se encuadran en el primer caso.

Lo sorprendente era que el precio del petróleo se mantuviera por encima de los 100 USD. Asistíamos a un incremento explosivo de la producción en EE.UU. gracias a las mejoras en la tecnología de extracción (conocido como “shale oil”), que añadió casi cinco millones de barriles diarios, convirtiendo a Estados Unidos en el primer productor mundial. Lo anterior, mientras se desaceleraban las economías de medio planeta, siendo la desaceleración china (aún en curso, en nuestra opinión) una de las más relevantes.

La clave para cualquier pronóstico reside en el exceso de oferta actual, que se estima en dos millones de barriles diarios. Creemos que

resultará tremendamente difícil de eliminar. A pesar de las cuotas a sus miembros -que incumplen casi todos-, la OPEP produce más de lo que le es demandado, y Arabia Saudí se niega a reducir su producción por temor a perder cuota de mercado. De hecho, los países dependientes del crudo tienen incentivos para aumentar su producción con las caídas de precios, tratando de equilibrar sus presupuestos. En EE.UU., a pesar de que los planes de inversión para nuevas extracciones están cayendo en picado, la producción no se está resintiendo mucho: los inventarios acumulados en marzo eran los más altos en 80 años de historia, lo que seguramente ayuda a explicar el diferencial al que cotiza el Brent respecto al West Texas. A futuro, la caída de precios estimula de hecho la inversión en tecnología, que avanza rápidamente reduciendo los costes de extracción. En definitiva, ni calculamos aumentos sustanciales de la demanda mundial ni esperamos que la oferta se reduzca este año de forma significativa. De hecho, la Agencia Internacional de la Energía calcula que la producción subirá en 800.000 barriles este 2015.

Dado que creemos que se trata de un “shock” permanente, son buenas noticias para los consumidores y empresas -es como si les hubiesen ingresado un cheque, al bajar los costes de fabricación, distribución, gasolina y calefacción- y, por lo tanto, para la macro mundial. Lo es menos para productores (empresas y países, muchos emergentes), que a veces pesan lo suficiente en los índices de renta fija y renta variable como para estropear los pronósticos de apreciación. Dedicamos esta edición del trimestral al oro negro y a explicar en detalle los efectos que la caída del mismo tendrá sobre los distintos activos financieros.

David Macià, CFA  
Director de Inversiones

## Estrategia

### Asignación de activos (2T2015)

Monetario	▲
Renta fija gubernamental	▼
Renta fija <i>corporate</i>	▼
Renta variable	▲

### Renta fija

GOBIERNO:	
EE.UU.	▼
Eurozona	▼
CORPORATE:	
EE.UU.	▼
Eurozona (Central)	▼
Periferia	▼

### Renta variable

EE.UU.	➡
Eurozona	▲
España	▲
Emergentes	➡

### Materias primas

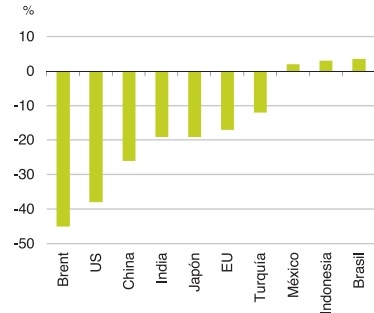
Petróleo	➡
Oro	▼

### Divisas

EUR/USD	➡
---------	---

# Situación macroeconómica

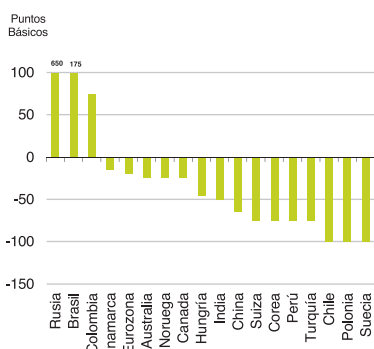
## Variación de precios gasolina desde junio 2014



Fuente: IIF, Barclays

El precio de la gasolina no ha bajado tanto como el del petróleo. Entre las razones están la depreciación de las divisas frente al dólar y cambios de impuestos y subvenciones.

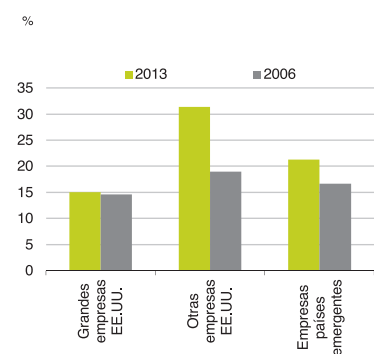
## Variación de los tipos de interés oficiales



Fuente: Bloomberg

Desde junio de 2014, muchos bancos centrales han aplicado medidas expansivas.

## Productores de petróleo y gas: deuda total sobre activos



Fuente: BIS

El elevado apalancamiento de las empresas petroleras influye en las consecuencias macroeconómicas de la caída del precio del petróleo.

## El lado oscuro de la caída

La caída del 50% del petróleo tiene consecuencias positivas para el crecimiento mundial. Sin embargo, no todo son buenas noticias. El impulso puede ser menor que en otras ocasiones, aumenta la probabilidad de burbujas y puede desestabilizar algunos sectores.

El valor de la producción de petróleo ha pasado de 3,5 billones de dólares en 2013, cifra ligeramente inferior al PIB de Alemania, a, de mantenerse los precios, 1,6 billones de dólares en 2015. Esto supone una redistribución de la riqueza de productores a compradores, con consecuencias económicas destacables. Dicho esto, los efectos pueden ser diferentes a los registrados en otras ocasiones. Explicamos las tres implicaciones más relevantes.

### 1) Efectos en la actividad económica.

Según la teoría económica, los cerca de 2 billones de dólares traspasados a compradores deben impulsar el crecimiento mundial. ¿El razonamiento clásico? El dinero se pone al servicio de agentes económicos con mayor propensión de gasto. No obstante, estamos observando que la bajada de precios no está llegando en su totalidad a consumidores y empresas. Esto se debe a dos motivos: I) Muchos gobiernos han aprovechado para aumentar impuestos o reducir las subvenciones a la gasolina. II) La debilidad del crudo ha venido acompañada de una fuerte apreciación del dólar, por lo que la caída del precio en moneda local ha sido menor. Así, desde junio, los precios incluso han subido en Brasil, México o Indonesia, 7<sup>a</sup>, 16<sup>a</sup> y 17<sup>a</sup> economías mundiales. Por tanto, una parte de los 2 billones de dólares ha quedado en manos de gobiernos y/o volatilizados en los mercados de divisas. Por otra parte, es posible que la propensión a reducir el gasto de los productores, a través de la inversión, sea mayor que en anteriores ocasiones. Esto se explica por el elevado apalancamiento de las petroleras, en máximos históricos, que les obliga a reducir agresivamente proyectos de inversión, afectando negativamente al crecimiento económico.

### 2) Política monetaria y burbujas financieras.

A pesar de que la traslación de la caída del petróleo a los precios finales no ha sido completa, ha sido suficiente para que, en muchos países desarrollados, la inflación registre tasas de crecimiento negativas. Así, la bajada de su precio ha provocado más de 30 medidas de bancos centrales desde diciembre de 2014, en muchos casos extraordinariamente expansivas, como el QE del BCE.

Por tanto, esta situación ha permitido una vuelta de tuerca a las medidas monetarias mundiales, que llevan siendo extraordinariamente laxas desde hace más de 8 años. En caso de que los bancos centrales se excedan en sus medidas, la situación podría derivar en la formación o ampliación de burbujas financieras (actualmente el 25% de la deuda soberana europea registra tipos negativos).

### 3) Desestabilización.

La fuerte caída del petróleo ha deteriorado la estabilidad financiera mundial a través de tres vías. Primero, la elevada dependencia del crudo en algunas economías, en general emergentes, genera incertidumbre canalizada con depreciaciones de sus divisas. A esto se añade que las empresas petroleras de los países emergentes han emitido una gran cantidad de deuda en dólares, y la pérdida de ingresos les ocasiona importantes descuidos en sus balances. Por último, desde el 2008, han aparecido multitud de empresas petroleras en EE.UU. con un elevado apalancamiento. Actualmente, la posibilidad de observar *defaults* de estas empresas no es despreciable. Por ahora, a pesar del deterioro, no se han producido, con alguna excepción, grandes turbulencias financieras. Sin embargo, en caso de que la caída se agrave o se prolongue excesivamente, pueden generarse riesgos para la estabilidad financiera de algunas regiones.

Por tanto, un petróleo un 50% más barato tiene implicaciones positivas para el crecimiento mundial, especialmente para EE.UU. Sin embargo, creemos que los efectos serán menos impactantes que la cifra. Por tres motivos. Una parte ha quedado en manos de gobiernos y volatilizada en los mercados de divisas. Además, ha permitido una nueva ronda de medidas monetarias expansivas, aumentando la probabilidad de burbujas financieras. Por último, daña la estabilidad financiera de emergentes y sectores de importancia.

Pablo Manzano  
Analista de Macroeconomía

# Renta fija

## El fin (¿inicio?) de los días de la abundancia

**Si bien los efectos netos positivos de la caída del precio del petróleo para la economía global parecen claros, esconden algunos damnificados: las empresas relacionadas con el sector. Los inversores de renta fija deberán considerar ambas caras de la moneda.**

Se asume razonablemente que una reducción del precio del petróleo es buena para la economía global. En especial si pensamos que se debe a un shock de oferta, tal y como es el caso de la caída de aproximadamente el 50% ocurrida desde mediados del 2014. Los economistas solemos asimilarlo a una reducción de impuestos: incrementa el poder adquisitivo de los consumidores, mejora los beneficios de las empresas de sectores intensivos en uso de energía y beneficia la balanza comercial de los países importadores de crudo. Es más, aún teniendo en cuenta el lado oscuro de la caída (ver pág. 2), se trata de un estímulo para el crecimiento económico que al mismo tiempo disminuye las presiones inflacionistas de corto plazo. Estas dos consecuencias representan fuerzas contrapuestas para las perspectivas de tipos de interés: por un lado, un mayor crecimiento económico debería empujarlos, en especial en los tramos largos de la curva, pero por otro, la inexistencia de expectativas inflacionarias retrasa las subidas de tipos oficiales por parte de las autoridades monetarias. Poniendo ambos en una balanza, pensamos que, sobre todo en EE.UU., pesará más el primero. Y, adicionalmente, las curvas de tipos en ambos lados del Atlántico están actualmente a niveles tan bajos, que difícilmente un inversor tradicional de bonos obtendrá rendimientos positivos a medio plazo.

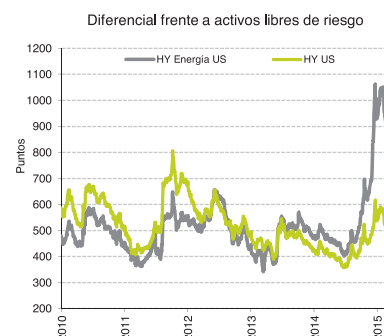
**Reducción de los beneficios, disminución de la inversión en capital e incluso riesgo de no supervivencia.** Esta es la situación ante la que se encuentran las empresas relacionadas con el sector petrolífero, principales damnificadas de la caída del precio del petróleo. Al calor de los elevados precios del crudo surgieron numerosas compañías independientes dedicadas no solo a la exploración, sino también a proveer de servicios a las grandes petroleras. Se trata de empresas con elevados gastos de capital y uso de tecnologías caras y sofisticadas que ven peligrar su rentabilidad por la disminución del precio de la energía. Las compañías más perjudicadas y más apalancadas forman parte del universo de emisores de renta fija "high yield".

Especialmente en EE.UU., donde el acceso a los mercados de capitales es mayor que en la "bancarizada" Europa, los diferenciales de crédito de sus bonos disfrutaron de unos estrechamientos impulsados por el elevado precio del crudo y, en gran medida, por la búsqueda de rendimiento de los inversores en un entorno de tipos históricamente bajos. También la caída en desgracia de estos emisores ha sido mayormente indiscriminada: muchos inversores no han diferenciado entre compañías y su huida ha provocado ampliaciones de los diferenciales de crédito que dificultan enormemente el acceso a los mercados de capitales de estos emisores.

Variables geopolíticas podrían crear volatilidad en el precio del petróleo este año, pero creemos que los factores de oferta tendrán más peso en mantener el precio contenido en el medio plazo. Por ello, esperamos que los precios del petróleo no repunten con fuerza en el medio plazo, y que el efecto positivo en EE.UU. permita a la Fed normalizar su política monetaria. Así, los inversores de renta fija deberán adecuar sus carteras a esta nueva situación: recomendamos mantener duraciones muy bajas, en especial en las emisiones denominadas en dólares. Y adicionalmente, ¿evitamos todos los emisores "high yield"? No. Precisamente la venta indiscriminada ocurrida ofrece oportunidades de inversión en algunos emisores con buenas perspectivas y castigados en demasía. Eso sí, más que nunca será imprescindible una buena selección individual de las compañías y la adecuación de las inversiones al perfil de riesgo del cliente.

*Meritxell Pons Torres, CAIA  
Directora de Asset Management Americas*

## Evolución de la renta fija HY



Fuente: Bloomberg

La caída del precio del petróleo ha provocado una ampliación de los diferenciales de crédito de "high yield" considerablemente mayor en el caso de los emisores del sector energético.

## Tipos oficiales:

### previsiones de consenso de mercado

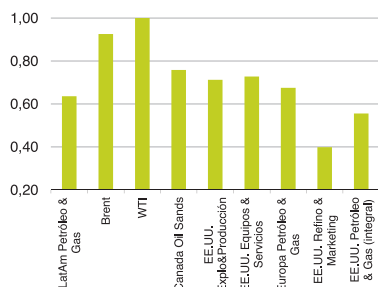
	31/03/15	2º trim	3r trim	4º trim
Zona Euro	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%
EE.UU.	0,25%	0,35%	0,55%	0,80%
Reino Unido	0,50%	0,50%	0,55%	0,65%

## Tipos de interés: variaciones

	31/03/15	Últimos 3 meses	Último año
<b>Zona Euro</b>			
Euribor 3 meses	0,02%	-0,06	-0,29
Bund 10 años	0,18%	-0,15	-1,39
<b>EE.UU.</b>			
US Libor 3 meses	0,27%	0,02	0,04
US 10 años	1,92%	-0,07	-0,79
<b>Reino Unido</b>			
GBP Libor 3 meses	0,57%	0,01	0,05
Gilt 10 años	1,58%	-0,18	-1,16

# Renta variable

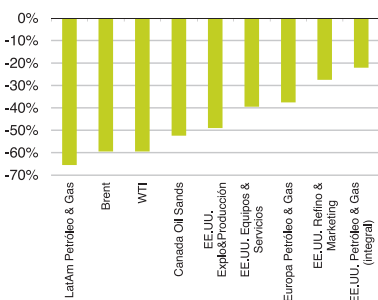
## Correlación con WTI



Fuente: Bloomberg

El efecto de la bajada del crudo varía en los distintos sectores relacionados con esta materia prima.

## Máxima pérdida durante 1 año



Fuente: Bloomberg

Las empresas petroleras de LatAm han sido las que han tenido episodios de caídas más importantes, llegando a perder en el último año casi el 70% de su precio.

## Valores de energía: vuelta a la calidad

En el sector de energía, la atención se ha centrado en los últimos años en las nuevas técnicas de extracción de crudo no convencionales. En el futuro, la calidad, la disciplina en materia de costes y la rentabilidad volverán a un primer plano.

No es de extrañar que la caída del precio del petróleo haya lastrado fuertemente el sector de la energía, que ha sido el sector global con el peor comportamiento en los últimos 12 meses. Pero evidentemente, ha habido grandes diferencias entre los distintos subsectores, regiones y valores individuales. Algunos productores con un apalancamiento y unos costes elevados se ven sometidos a unas presiones importantes: por ejemplo, las empresas relativamente pequeñas en las áreas de esquisto de Texas y Dakota del Norte, así como las arenas bituminosas canadienses. Si el precio del petróleo se mantiene bajo durante más tiempo, estas presiones incluso podrían intensificarse. Está claro que una recuperación del precio del petróleo y/o de la actividad de fusiones y adquisiciones podría permitir que estos títulos repuntaran temporalmente, pero su perfil de riesgo/beneficio sigue siendo poco atractivo, en nuestra opinión. Incluso si el precio del petróleo se recupera, el coste de financiación seguramente aumentará en el futuro, lo que afecta la rentabilidad de los proyectos de mayor coste.

Por otra parte, el sector de refino y comercialización de petróleo y gas de EE.UU. ha alcanzado un máximo histórico. El sector se ha beneficiado de unos buenos fundamentos del segmento de refino, cuyos márgenes han aumentado gracias a la caída del precio del crudo en los EE.UU. (WTI) con respecto al del petróleo internacional (Brent), debido al exceso de oferta de crudo en los EE.UU. y a las interrupciones de suministro temporales en el refino. Pero es poco probable que los diferenciales actuales sean sostenibles, especialmente a medida que se atenúen las limitaciones de la capacidad, por lo que actualmente no apostaríamos por las empresas de refino. Creemos que las grandes petroleras integradas europeas y estadounidenses son las que mejor pueden hacer frente al nuevo entorno del precio del petróleo.

En general, se benefician de sus sólidos balances, nuevas iniciativas de reducciones de costes y, finalmente, de oportunidades interesantes de fusión y adquisición de empresas en dificultades. Asimismo, sus actividades de refino y comercialización ayudan a compensar parcialmente

las presiones en los segmentos de exploración y producción. No obstante, las reducciones anunciadas de inversión (de en torno al 20-30% en 2015) implican unas perspectivas de menor crecimiento a medio plazo y el potencial alcista (tras una corrección bastante moderada) es seguramente limitado. Los inversores no deberían centrarse exclusivamente en las perspectivas de crecimiento, sino en las empresas de alta calidad con una buena rentabilidad y dividendos estables.

El subsector de equipos y servicios de energía es el más expuesto al menor gasto en bienes de capital, pero parece probable que siga consolidándose, lo que presenta potencial de nuevas reducciones de costes. En los mercados emergentes hay factores específicos que agravan las presiones, como los escándalos de corrupción (Brasil), las sanciones internacionales (Rusia) y el riesgo de violaciones y diluciones de los derechos de los accionistas. En general, las empresas de energía controladas por el Estado en mercados emergentes no están bien gestionadas y los fondos generados se utilizan para financiar los déficits públicos y no lo más conveniente para los accionistas minoritarios, por lo que son muy poco atractivas como inversiones a largo plazo, independientemente del precio del petróleo imperante.

Pascal Rohner, CFA  
Director de Renta Variable de LATAM

1T 2015 %

EE.UU.	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%
	Francia (CAC 40)	5.034	17,81%	17,81%
	España (Ibex 35)	11.521	12,08%	12,08%
	RU (FTSE 100)	6.773	3,15%	3,15%
	Alemania (DAX)	11.966	22,03%	22,03%
	Suiza (SWISS)	9.129	1,62%	1,62%
	Italia (FTSE MIB 30)	23.157	21,80%	21,80%
	Países Bajos (AEX)	489	15,30%	15,30%
JAPÓN	TOPIX	1.543	9,63%	9,63%
	NIKKEI 225	19.207	10,06%	10,06%
EMERGENTES	México	43.725	1,34%	1,34%
	Brasil	51.150	2,29%	2,29%
	Argentina	10.837	26,32%	26,32%
	China	3.748	15,87%	15,87%
	India	27.957	1,67%	1,67%
	Corea	2.041	6,55%	6,55%
	Rusia	1.626	16,44%	16,44%

# Materias primas y divisas

MATERIAS PRIMAS

## Shale al ataque

Hemos visto fuertes correcciones y creemos que una de las principales razones es que papá OPEP ya no vendrá a salvar el precio, lo que resulta ser un cambio de paradigma en los 55 años de su existencia. Y, en estos niveles, saber el precio de equilibrio es una quimera; resulta más fácil intentar enumerar aquellas causas que pueden provocar un incremento del precio del petróleo, que ya avanzamos que descartamos en gran magnitud. Nos podemos encontrar en un incremento de la demanda fruto de la recuperación económica mundial; en un mayor decremento de la oferta de los países no OPEP o en que la oferta OPEP sufra algún tipo de shock a causa de factores endógenos, como por ejemplo los riesgos geopolíticos.

A nivel de oferta por parte del Shale Oil en Estados Unidos nos enfrentamos a tres incertidumbres. La primera, cuál es el nivel real de coste de producción de estos productores. Diferentes análisis sitúan el coste medio en unos 60 USD, pero con máximos por encima de 80 USD y mínimos por debajo de 30 USD.

Dicho esto, bajo mi punto de vista, las otras dos incógnitas serán las que marcarán el futuro del precio del crudo.

DIVISAS

## Divisas & Petróleo

Desde el verano de 2014 el petróleo ha caído cerca de un 50%. En relación a las divisas, en este periodo encontramos depreciaciones frente al dólar de entre el -40% y el -5%. En nuestra opinión, la caída del petróleo ha afectado de manera directa e indirecta la evolución de las divisas.

**Efecto directo.** En primer lugar, el mercado ha penalizado con fuerza las monedas de aquellos países en donde la importancia de los ingresos del petróleo es muy relevante. La explicación es sencilla. La caída extrema de ingresos pone en situación de riesgo algunos sectores económicos de estos países y, en ciertos casos, la salud financiera de las administraciones públicas. Esto genera incertidumbre sobre sus economías y monedas. Hemos vivido esta situación en el segundo semestre de 2014, momento en el que se registraron las mayores caídas del petróleo. Así, las tres depreciaciones más importantes en dicho periodo fueron las de las divisas de Rusia (-41%), Colombia (-21%) y Noruega (-18%), países todos ellos en los que el petróleo tiene una gran importancia. En Rusia, la debilidad de su moneda también tuvo que ver con la inestabilidad provocada por el conflicto en Ucrania y las sanciones de la UE y EE.UU.

En primer lugar si hay problemas de pagos por parte de empresas extractoras y cuál será el coste de financiación futuro de estos nuevos pozos y también cómo de rápido evolucionará la tecnología para economizar estas extracciones. Aunque la capacidad adaptativa de la producción es mayor con la tecnología Shale, la mayoría de productores en Estados Unidos van a seguir produciendo en el corto plazo, básicamente porque hay, en muchos casos, deuda a pagar, pero también porque los costes fijos ya han sido "quemados".

Todo parece indicar que los excesos más elevados deberían producirse durante este segundo trimestre de 2015. Y este fenómeno puede provocar, de manera circunstancial, fuertes nuevas caídas en los precios cuando se agote la capacidad de almacenamiento de petróleo en Estados Unidos. Algo que sucedió también en los años 1998 y 2008 (eso sí, por la reducción de la demanda) pero que, ahora, con la negativa de la OPEP de recortar producción, puede agravarse.

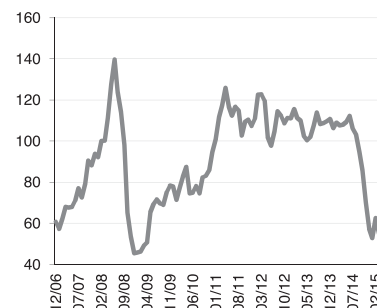
David Rabella, CAIA  
Responsable Selección de Fondos y Activos Alt.

**Efecto indirecto.** Por otra parte, desde principios de 2015 se ha hecho más visible un segundo efecto. La bajada del precio del petróleo redujo las presiones inflacionistas, lo que redunda en nuevas medidas expansivas de política monetaria que, en la mayoría de los casos, depreciaron sus monedas. Adicionalmente, la agresiva actuación del BCE (QE) provocó que muchos países europeos fuera de la eurozona tomaran medidas similares. Debido a este segundo efecto (medidas de política de los bancos centrales) destacan las caídas, en lo que llevamos de año, de las monedas de la eurozona, Dinamarca y Turquía (las tres aproximadamente de un -10%).

De cara al futuro, y dado que esperamos un precio del petróleo estable en los rangos actuales, creemos que estos efectos serán menos relevantes. Así, consideramos que el próximo gran protagonista en los mercados de divisas será la subida de tipos en EE.UU.

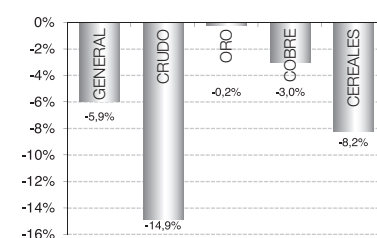
Pablo Manzano  
Analista de Macroeconomía

### Crudo (referencia Brent)



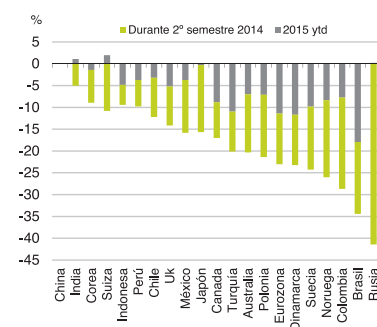
Fuente: Bloomberg

### Rendimiento índice DJ UBS TR materias primas desde inicio de año



Fuente: Bloomberg

### Variación de divisas vs dólar



Fuente: Bloomberg

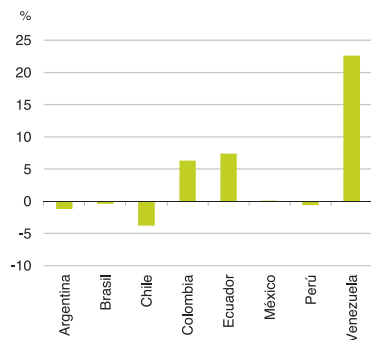
En muchos casos, la depreciación de las divisas en el primer periodo está directamente relacionada con la bajada del precio del petróleo; el segundo periodo está más influido por la nueva oleada de políticas expansivas en muchos países.

### Tipo de cambio \$/€

% Variación:	1 mes	3 meses	1 año
Previsiones	2T 2015	2015	2016
Consenso:	1,05	1,05	1,08

# Latinoamérica

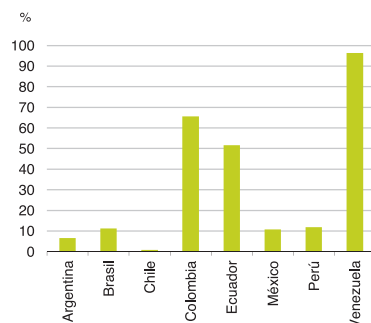
## Exportaciones netas de petróleo (% PIB)



Fuente: IIF 2013

Venezuela es con diferencia el país donde el petróleo tiene mayor importancia para su economía.

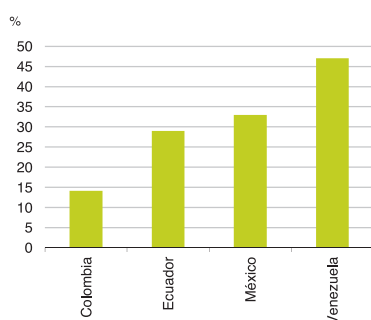
## Exportaciones relacionadas con el petróleo (% del total)



Fuente: IIF 2013

Además, la diversificación de las exportaciones en el caso de Venezuela es nula, ya que el petróleo representa prácticamente el 100% de las mismas. La diversificación de Colombia y Ecuador es también baja.

## Ingresos fiscales del petróleo (% del total)



Fuente: IIF 2013

Muchos gobiernos de la región se financian en gran parte con los ingresos del petróleo.

## Petróleo bueno, malo, malísimo

**La caída de los precios del petróleo beneficiará a unos y perjudicará a otros. En general, este nuevo panorama no hace peligrar la estabilidad macroeconómica de los países, con la excepción de Venezuela.**

Los precios del petróleo han pasado en unos meses de 106 USD hasta los aproximadamente 55 USD. El impacto en la región es heterogéneo: i) un efecto positivo para aquellos países importadores del crudo, ii) un impacto negativo para los países netamente exportadores y iii) un impacto muy negativo para Venezuela, debido a la mala situación de partida y a la gran dependencia económica de este producto.

**Petróleo bueno.** De las principales economías latinoamericanas, las siguientes son importadoras netas de petróleo: Brasil (las importaciones netas representan el 0,4% del PIB), Perú (0,6%), Argentina (1,2%) y Chile (3,8%). Sin embargo, los beneficios se distribuirán de forma diferente en estos países. En Brasil, los consumidores apenas se beneficiarán, ya que el gobierno aprovechó para reducir los subsidios. De hecho, desde junio, la inflación, muy afectada por el precio de la gasolina, ha pasado del 6,50% al 7,70% en febrero. Adicionalmente, Petrobras, empresa estatal petrolera, verá cómo el descenso de ingresos empeorará su situación, ya complicada, con los casos de corrupción recientemente aparecidos. En Argentina, el gobierno será nuevamente el principal favorecido, lo que le permitirá aliviar moderadamente su delicada situación financiera. Con unos precios al consumidor controlados por el Estado, en enero, la empresa estatal YPF anunció que reduciría únicamente los precios un 5%, tras subirlos durante el 2014 un 55%. En Chile y Perú los precios finales sí están reaccionando, lo que beneficia a los consumidores. Por esta razón, en términos de crecimiento económico, estos dos países serán los que más aprovechen la bajada del crudo. Este impulso viene en un momento crítico para ambas economías, que se están viendo afectadas negativamente por la desaceleración de China.

**Petróleo malo.** Por otra parte, Ecuador (7,4% del PIB), Colombia (6,3%) y México (0,1%) son exportadores netos de petróleo. En estos países, el Estado consigue una importante parte de su financiación a través de las empresas petroleras estatales.

En concreto, Ecuador y México cerca de un 30% del total de los ingresos públicos y Colombia un 15%. La caída de ingresos ha obligado a Colombia y México a aplicar recortes en sus políticas de gasto público. Sin embargo, la fuerte exposición de estas economías a EE.UU. hace que puedan afrontar con garantías este problema, especialmente México. Por el contrario, la política de fuerte gasto público de Ecuador parece insostenible a medio plazo. Es más, el empeoramiento de las condiciones de financiación extranjera con la subida de tipos oficiales en EE.UU., algo probable, unido a la pérdida de ingresos en dólares por el petróleo, podrían poner en jaque el sistema financiero ecuatoriano, ya que el país utiliza como divisa de curso legal el dólar.

**Petróleo malísimo.** Con la caída del precio del petróleo, la situación de Venezuela pasa a ser un caos. Sin duda, es la economía que saldrá más perjudicada. En primer lugar, el *shock* negativo se produce en un momento muy complicado, en que la inflación supera el 60%, con una economía contrayéndose cerca del 3,5% durante el 2014. En segundo lugar, el peso económico del petróleo es monumental. Las exportaciones netas de petróleo representan el 22% del PIB y el 97% del total de exportaciones. Además, gracias al crudo, el gobierno recibe el 50% de sus ingresos. De hecho, ya estamos observando las consecuencias. Recientemente, las autoridades anunciaron la entrada de un nuevo tipo de cambio (SIMADI) que actualmente se sitúa en los 200 bolívares por dólar, lo que representa una depreciación de la divisa de más del 75% desde el 2014. Con todo esto, para el 2015 los analistas esperan que el PIB retroceda un 7,5% y la inflación marque tasas superiores al 100%. Si a este cóctel le añadimos la complicada situación política y la elevada probabilidad de que el país haga *default*, lo más probable es que las previsiones del consenso sean incluso optimistas.

Raúl Ponte  
Responsable de Renta Fija LATAM

# Aviso legal

La información contenida en el presente documento constituye nuestra opinión del mercado y el contenido de la misma puede ser modificado y/o actualizado sin previo aviso. No hay compromiso por parte de CRÈDIT ANDORRÀ FINANCIAL GROUP acerca de que la misma sea completa o cierta.

El presente documento no constituye una oferta en firme por parte de CRÈDIT ANDORRÀ FINANCIAL GROUP ni representa en ningún caso, ni pretende ser, una recomendación de compra o venta de activos. Los clientes deberán tomar sus decisiones basándose en sus propios análisis y con el asesoramiento de aquellos terceros expertos que consideren necesarios.

La operativa en mercados financieros puede conllevar riesgos considerables y requiere una vigilancia constante de la posición. CRÈDIT ANDORRÀ FINANCIAL GROUP no asume responsabilidad alguna por el uso de la información recogida en este documento, como tampoco por las pérdidas que pudieran resultar de las decisiones de inversión o desinversión tomadas basándose en la misma.

Esta información tiene carácter confidencial, quedando prohibida su distribución sin el permiso explícito de los autores. La emisión, modificación y actualización de la misma estará sujeta a periodicidad variable, sin compromiso alguno al respecto por parte de CRÈDIT ANDORRÀ FINANCIAL GROUP.

© CRÈDIT ANDORRÀ FINANCIAL GROUP 2015.  
Reservados todos los derechos.



**Crèdit Andorrà**  
Financial Group



**Crédit Andorrà**  
Financial Group

---