

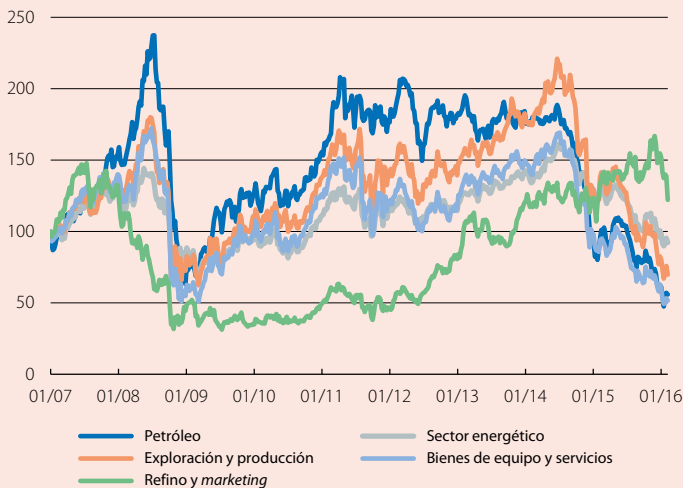
Estabilidad financiera y petróleo barato: ¿bendición o maldición?

En poco más de año y medio, la cotización del barril de petróleo ha pasado de 115 dólares a alrededor de 30. Este rápido e intenso desplome ha supuesto un importante foco de tensiones en los mercados financieros internacionales. Inversores y reguladores temen las consecuencias que puede entrañar para la estabilidad financiera global un escenario en el que persistan los bajos precios del petróleo. Ciertamente, hay más motivos para la prudencia que para la complacencia.

El mal comportamiento de los activos con riesgo en los últimos meses puede, de hecho, atribuirse principalmente a tres factores: un factor común que afecta al sector energético y al resto de sectores (ligado a las perspectivas de crecimiento global), un segundo factor que impacta específicamente sobre el propio sector energético (el precio del petróleo) y, por último, un factor de posible contagio desde este sector hacia el resto. La elevada correlación entre la evolución de los precios del crudo y de las bolsas responde, en buena parte, al factor común mencionado: el temor a una desaceleración brusca del crecimiento económico global, que, en vista del conjunto de indicadores de actividad, parece exagerada. Un temor que surge, en gran medida, de la evidencia de la ralentización de la economía en China, la recesión de emergentes importantes como Brasil y Rusia y, más recientemente, de la debilidad que ha mostrado el pulso de la economía estadounidense. Todo ello ha contribuido a intensificar la presión a la baja sobre el precio del petróleo, cuyo origen se encuentra en elementos de oferta (ligados, en particular, a la irrupción del *shale oil*, la reincorporación de Irán al mercado internacional y la estrategia de Arabia Saudí).

EE. UU.: petróleo e índices bursátiles del sector energético

Índice (100 = enero 2007)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

En sentido positivo, cabe destacar la evolución del sector del refino y del *marketing* (*downstream*), cuyo desempeño relativo frente al resto de subsectores ha sido muy satisfactorio durante el *sell-off* del petróleo. No desentona, por tanto, el hecho de que las compañías petroleras con mayor diversificación del negocio hayan capeado mejor el temporal. En última instancia, cabría esperar que, en casos como el de EE. UU., la eurozona o Japón, los efectos positivos derivados del abaratamiento de los costes energéticos, de los que se benefician la mayoría de las compañías que integran los respectivos índices bursátiles, se acabe imponiendo sobre los efectos negativos. No obstante, la validez de este último punto está sujeta a matices importantes, como se expondrá más adelante.

La renta variable no es el único foco de turbulencias. El mercado de renta fija corporativa fue de los primeros en emitir señales de debilidad pocos meses después de que el petróleo comenzara a desplomarse. Las primas de riesgo de los bonos corporativos del sector energético escenifican la difícil situación por la que atraviesa el sector, sobre todo en EE. UU. En este país, la *yield* de los bonos energéticos del segmento especulativo (*high yield*) experimentó un aumento fulgurante durante el último año, que la llevó a alcanzar el 19%, en comparación con la *yield* del 10% del conjunto del mercado de deuda con grado especulativo, un diferencial que se encuentra en máximos históricos. Explican esta evolución el empeoramiento de las perspectivas de beneficios,

Una parte considerable del descenso de los precios de las acciones se debe al severo correctivo que han registrado los activos con mayor exposición al sector de la energía. En términos bursátiles, los sectores energéticos se han situado en el epicentro del mal comportamiento de las bolsas durante los últimos trimestres. Desde que el precio del crudo comenzó a desplomarse en junio de 2014, el índice MSCI global de energía ha descendido un 45%, mientras que, en EE. UU., el retroceso del sector en bolsa ha alcanzado el 40% y, en Europa, la corrección ha sido del 30%. En EE. UU., el sector de la exploración y producción de crudo (actividad *upstream*, en inglés) ha salido particularmente perjudicado, tal y como refleja una caída acumulada superior al 70%. Asimismo, la industria de equipamiento y servicios de ingeniería para las actividades del gas y del petróleo también ha registrado un fuerte correctivo en bolsa por culpa de la estrecha relación que guarda el ciclo de inversión en el sector con el precio del crudo y, en particular, a causa del parón que han sufrido las inversiones en *shale oil* en EE. UU. En

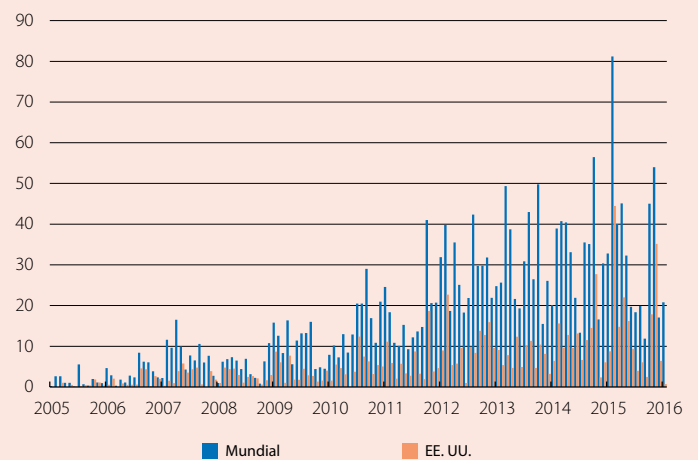
el deterioro de variables relativas a los balances empresariales y, especialmente, la magnitud del endeudamiento de las compañías energéticas, un fenómeno que no había estado presente, al menos con la dimensión que ha adquirido hoy en día, en anteriores crisis del petróleo. Según datos del BIS, el saldo vivo de bonos de las compañías del sector del petróleo y del gas creció a una tasa anual del 15% entre 2008 y 2014, por encima de la del resto de sectores, hasta alcanzar los 1,4 billones de dólares en 2014, respecto a los 455.000 millones de 2008.¹ Aunque el escenario más preocupante se circunscribe al espectro de deuda con baja calificación, los problemas han comenzado a escalar hacia el segmento del grado de inversión, considerado muy seguro. En los dos primeros meses del año, la agencia de calificación Standard & Poor's ha rebajado el *rating* de 13 compañías energéticas en dicho segmento, una cifra que llama la atención si se compara con las 18 acometidas durante todo 2015 o las 10 de 2014. Tan solo en EE. UU., la oleada de revisiones a la baja de las calificaciones crediticias ha comportado que cinco empresas energéticas hayan perdido la condición de grado de inversión, una tendencia que podría acentuarse en los próximos meses.

El apalancamiento del sector energético, que ha ido gestándose al calor de unas condiciones monetarias globales extraordinariamente laxas, representa un riesgo cuyos efectos podrían trasladarse del sector energético a otros mercados y al conjunto de la economía real. Un aspecto especialmente sensible está relacionado con los efectos perniciosos derivados del exceso de endeudamiento sobre la inversión en capital (*capex*), no solo del sector energético, sino también de otros segmentos del tejido empresarial interconectados con este último.² Por otro lado, la concentración geográfica y sectorial es un aspecto adicional que merece vigilancia. El hecho de que un gran número de países emergentes dependan de las exportaciones de crudo introduce un elemento de fragilidad considerable. Casos como los de Rusia y Venezuela son paradigmáticos. En particular, el hundimiento de los precios del petróleo ha perjudicado sobremedida la recaudación fiscal y, por ende, la sostenibilidad de la deuda soberana de estos y otros países. En el contexto petrolero actual, la probabilidad de que se produzcan episodios de contagio en los mercados de deuda corporativa o de deuda soberana no es desdeñable.

Finalmente, la exposición bancaria al sector energético también podría constituir un factor adicional de riesgo. Según datos de Bloomberg, representa entre el 1% y el 5% del total del crédito bancario para la mayoría de entidades a nivel internacional, una magnitud que parece lo suficientemente modesta como para no provocar grandes turbulencias. Se sitúa, por ejemplo, a mucha distancia del 44% que alcanzó el crédito hipotecario en EE. UU. en 2007. Sin embargo, la crisis financiera global que siguió a la implosión de las hipotecas *subprime* puso de manifiesto cuán nociva puede resultar la materialización de riesgos de cola que no se calibran debidamente. Si bien es cierto que nada se manifiesta con tanta claridad en perspectiva como en retrospectiva, las enseñanzas de aquel periodo son valiosas.

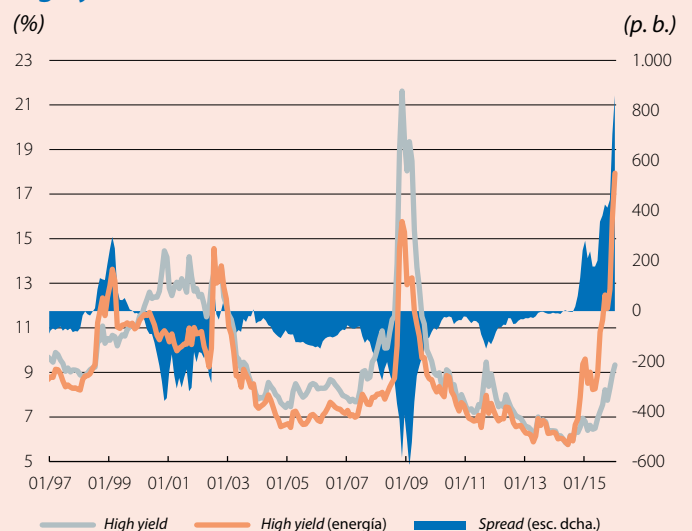
Sector energético: emisión de bonos

(En miles de millones de dólares)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Sector energético: rentabilidad del mercado high yield estadounidense



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y Bank of America Merrill Lynch.

1. Para una exposición interesante sobre las dinámicas del precio del petróleo y el endeudamiento, véase Domanski, D., Kearns, J. et al. (2015). «Oil and Debt», BIS Quarterly Review, marzo de 2015.

2. De acuerdo con los argumentos que se presentan en Banerjee, R., Kearns, J. y Lombardi, M. (2015), «(Why) is investment growth weak?», BIS Quarterly Review, marzo de 2015.

De todo lo anterior se desprende que la caída vertiginosa de los precios del petróleo, por un lado, y el apalancamiento, por otro, han activado vulnerabilidades que podrían reforzarse y alimentarse entre sí. Con todo, parece poco probable que tenga lugar un contagio de carácter sistémico en los mercados de renta fija y de acciones que acabe impactando de forma muy significativa en la economía real. No obstante, la premisa de que el desmoronamiento del petróleo es un juego de suma cero entre unos países y otros es muy discutible. Al menos, a corto plazo.

Carlos Martínez Sarnago
Departamento de Mercados Financieros, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank