

ANÁLISIS DE LOS EFECTOS SOBRE LOS MERCADOS FINANCIEROS Y DE LA ENERGÍA DE LOS CONFLICTOS DE ORIENTE PRÓXIMO

Las nuevas tensiones geopolíticas ocasionadas por el ataque de Hamás a Israel el 7 de octubre pueden tener un impacto importante sobre la economía mundial. Este se manifestaría a través de diversos canales comerciales y financieros; destacan especialmente los efectos sobre los mercados energéticos de petróleo y gas, como ilustran distintos episodios históricos desde mediados del siglo XX. Estos efectos serán tanto más disruptivos cuanto más se extienda el conflicto, en particular si se vieran involucrados otros países exportadores de esas materias primas energéticas de la región o se produjesen disrupciones importantes a las principales rutas de distribución.

Canal de mercados energéticos

El impacto de un evento geopolítico de esta naturaleza sobre el precio del petróleo y del gas depende del volumen de producción que resulte afectado y de la duración de dicho suceso. En función de estas variables, los principales eventos de este tipo ocurridos en Oriente Próximo desde la crisis del petróleo de 1973 han tenido un impacto heterogéneo sobre el precio del crudo (véase gráfico 1)¹. Así, algunos de ellos tuvieron efectos más persistentes, como las crisis de los años setenta, mientras que otros eventos más recientes tuvieron un carácter más transitorio, lo que depende también de la incidencia de factores mitigantes. Entre estos destaca la capacidad excedentaria de otros países productores o el recurso a los *stocks* de inventarios y de reservas estratégicas.

De momento, las tensiones actuales de Oriente Próximo no han afectado a la producción de petróleo y apenas a la de gas natural², de modo que el impacto inmediato en sus precios ha sido relativamente limitado, unos 6 dólares por barril de Brent y unos 10 euros por megavatio hora el gas en Europa. Sin embargo, una extensión del conflicto a otros países de la región, algunos de ellos entre los principales productores mundiales de materias primas energéticas, como Arabia Saudí, Irán, Iraq o Catar, podría tener efectos más importantes.

Un escenario especialmente preocupante sería el bloqueo de corredores estratégicos, como el tránsito marítimo por

el estrecho de Ormuz, por el que circula alrededor de un 20 % de la oferta mundial de petróleo (véase gráfico 2) y en torno a un 25 % de la de gas natural licuado, de acuerdo con los datos de la Agencia Internacional de la Energía.

Ello tendría un impacto directo en las importaciones energéticas que realizan la Unión Europea (UE) y España desde Oriente Próximo, que suponen alrededor de un 10 % del total (véase gráfico 3)³. Aunque se pudiera recurrir a importar esos productos de otros países, los efectos se harían sentir a través de un aumento de los precios de esas materias primas energéticas, en particular del petróleo⁴, cuyo mercado está más integrado globalmente.

Ese incremento de los precios de la energía supondría una nueva perturbación para la economía mundial, tras los *shocks* vividos en los últimos años, con consecuencias adicionales adversas en términos de actividad y de nuevos aumentos de la inflación, que podrían llevar a un tono más restrictivo de las políticas monetarias.

Canal de confianza y de mercados financieros

A los efectos negativos por el *shock* energético se sumarían otros posibles canales de impacto, como serían los derivados de una mayor incertidumbre e inestabilidad geopolítica —que puede afectar a la confianza de hogares y empresas y a sus decisiones de gasto— o de un mayor grado de aversión al riesgo en los mercados financieros.

En este sentido, los mercados financieros internacionales han reaccionado de forma mucho más contenida en los diez días posteriores al comienzo del conflicto entre Israel y Hamás de lo que hicieron en el mismo período después de la invasión rusa de Ucrania. Esta última tuvo un impacto más generalizado y pronunciado, y se mantuvo más allá de los primeros diez días de análisis, en particular en los mercados europeos.

A esto habría contribuido que los aumentos de los precios de la energía hayan sido moderados, como ya se ha comentado, y, en particular, inferiores a los observados tras el inicio del

1 J. D. Hamilton. (2011). «Historical oil shocks», NBER Working Papers, 16790, National Bureau of Economic Research.

2 Se ha cerrado una pequeña explotación de gas en Israel.

3 Las exposiciones comerciales de la UE y España a la región de Oriente Próximo se circunscriben, principalmente, a la importación de productos energéticos, mientras que en el resto de las partidas el volumen de exportaciones e importaciones ronda el 2 % del total.

4 Banco de España. (2020). «Recuadro 3. Tensiones geopolíticas y precio del petróleo». *Boletín Económico - Banco de España*, 1/2020.

Recuadro 1

ANÁLISIS DE LOS EFECTOS SOBRE LOS MERCADOS FINANCIEROS Y DE LA ENERGÍA DE LOS CONFLICTOS DE ORIENTE PRÓXIMO (cont.)

Gráfico 1
Tensiones geopolíticas y precio del petróleo

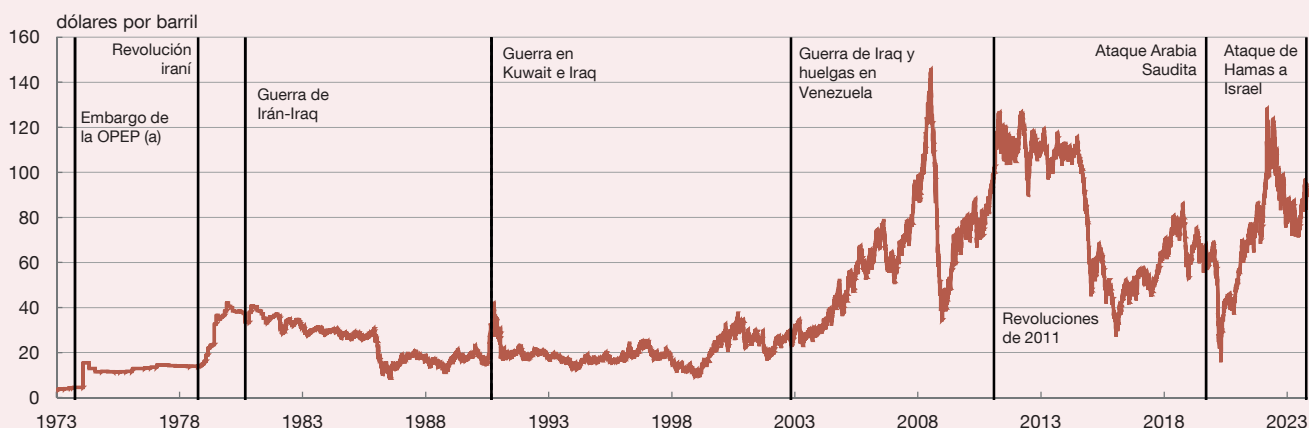


Gráfico 2
Exportaciones de petróleo a través del Estrecho de Ormuz

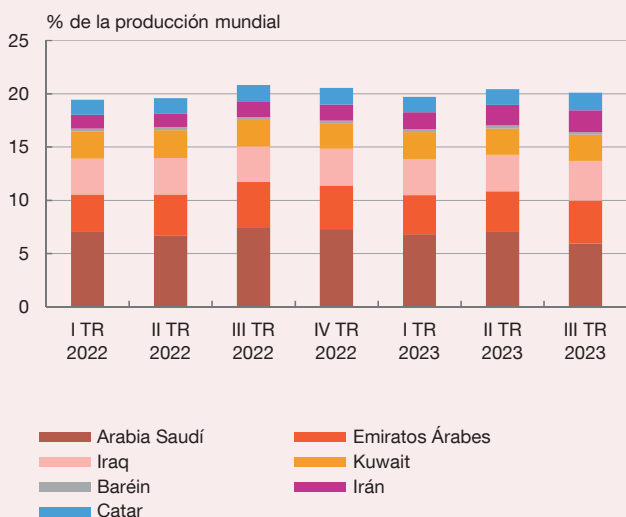


Gráfico 3
Comercio con países de Oriente Próximo (2022) (b)



FUENTES: Eurostat, Agencia Internacional de la Energía, Refinitiv y Banco de España.

- a Consecuencia de la guerra del Yom Kippur.
- b Incluye: Arabia Saudí, Bahrein, Emiratos Arabes Unidos, Irán, Iraq, Israel, Jordania, Cisjordania, Kuwait, Líbano, Omán, Catar, Siria y Yemen.

conflicto ruso-ucraniano (véase gráfico 4). Aun así, sí que se percibe un incremento más notable del precio del gas natural.

Las rentabilidades de los bonos soberanos a diez años de Estados Unidos, Alemania y España cayeron en los primeros días del conflicto entre Israel y Hamás, aunque

gran parte de esas caídas se han revertido en ese mismo plazo, principalmente en Estados Unidos⁵ (véase gráfico 5). Esto implicaría que los inversores no han revisado de forma significativa, a raíz del conflicto, sus expectativas de la senda futura de tipos de interés o buscado con intensidad valores refugio.

5 La reducción de las rentabilidades de los bonos soberanos pudo deberse no solo a la búsqueda de un activo refugio, sino al efecto de las declaraciones de algunos miembros de la Reserva Federal contrarios a un tensionamiento adicional de la política monetaria.

Recuadro 1

ANÁLISIS DE LOS EFECTOS SOBRE LOS MERCADOS FINANCIEROS Y DE LA ENERGÍA DE LOS CONFLICTOS DE ORIENTE PRÓXIMO (cont.)

Gráfico 4
Precio de la energía

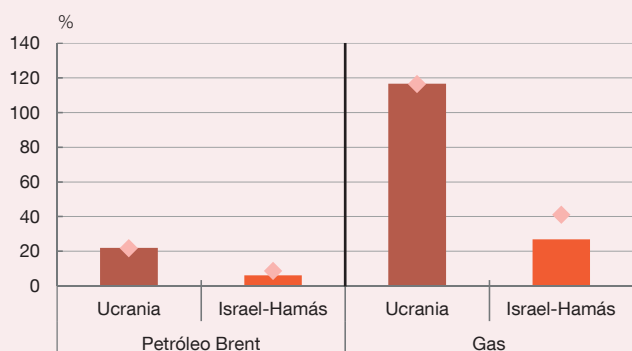


Gráfico 5
Renta fija (rentabilidad de la deuda pública a 10 años)

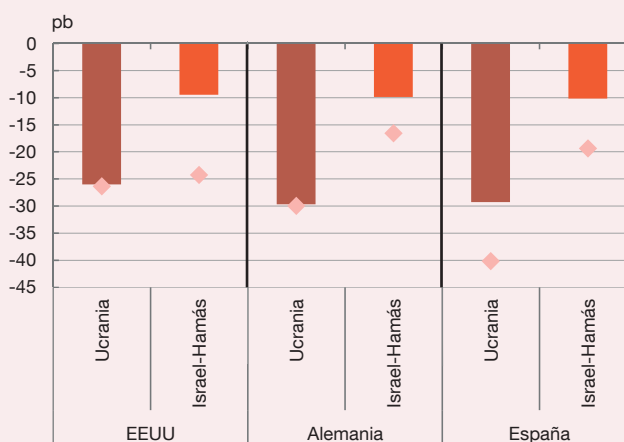


Gráfico 6
Renta variable (índices bursátiles)



Gráfico 7
Tipos de cambio



■ Variación acumulada durante los 10 primeros días de la guerra en Ucrania (a)
 ■ Variación acumulada durante los 10 primeros días del conflicto Israel-Hamás (b)
 ♦ Máx. variación acumulada diaria durante los 10 primeros días (c)

FUENTE: Bloomberg.

- a La variación se calcula desde el día anterior al comienzo de la guerra en Ucrania (es decir, desde el 23 de febrero de 2022).
- b La variación se calcula desde el día anterior al comienzo del conflicto entre Israel y Hamás (es decir, desde el 6 de octubre de 2023).
- c Se representa la variación acumulada diaria más alta dentro del mismo período de diez días antes mencionado.
- d El índice mide la evolución relativa del dólar respecto a una canasta de seis de las principales monedas extranjeras (euro, yen, libra esterlina, dólar canadiense, corona sueca, y franco suizo).

El EURO STOXX 50, el IBEX-35 y el S&P 500 se han mostrado resistentes ante el conflicto Israel-Hamás hasta la fecha de análisis, lo que contrasta fuertemente con lo sucedido tras la invasión de Ucrania, que tuvo un efecto muy negativo sobre las bolsas europeas (véase gráfico 6).

Finalmente, la apreciación inicial del dólar frente a otras monedas de economías avanzadas, incluido el euro, se está revirtiendo parcialmente, en contraste con lo que sucedió tras la invasión de Ucrania, cuando el índice del dólar subió un 2,5 % y el euro perdió más de un 3 % frente

ANÁLISIS DE LOS EFECTOS SOBRE LOS MERCADOS FINANCIEROS Y DE LA ENERGÍA DE LOS CONFLICTOS DE ORIENTE PRÓXIMO (cont.)

al dólar, movimientos que se mantuvieron en el tiempo (véase gráfico 7).

Experiencia histórica de la evolución de los mercados energéticos y financieros mundiales ante el inicio de conflictos en Oriente Próximo

El desarrollo del conflicto entre Israel y Hamás es extremadamente incierto, así como lo es su posible extensión en la región y el posible grado de involucración de distintos actores geopolíticos globales. En este contexto, resulta de utilidad medir la evolución de los mercados de la energía y financieros en los meses posteriores al inicio de conflictos armados previos en Oriente Próximo. A pesar de ciertas limitaciones, este ejercicio proporciona una referencia histórica útil para valorar el entorno de incertidumbre actual.

Más específicamente, el ejercicio realizado mide el cambio en variables financieras (rendimiento de los bonos de Estados Unidos a diez años, índice S&P 500 e índice MSCI Europa) y en el precio del petróleo (precio del barril de crudo Brent) tomando como punto de partida una lista de fechas de inicio de los principales conflictos armados en la región, desde el Septiembre Negro (guerra civil jordana, 6 de septiembre de 1970) hasta la guerra civil yemení (usando como fecha de referencia la intervención saudí el 25 de marzo de 2015)⁶.

Para cada conflicto, se determina el último día de negociación antes de su fecha de referencia y se calcula el cambio de cada variable (diferencias en el caso de los rendimientos de los bonos y crecimiento acumulado relativo a la fecha de inicio en el caso de los índices bursátiles y los precios del petróleo) durante los seis meses posteriores (horizonte de riesgos más relevante para propósito de los IEF).

A continuación, para cada variable y sobre el conjunto de sendas de seis meses consideradas para todos los conflictos, se estiman, para cada fecha, los percentiles 15, 50 (mediana) y 85. Esto proporciona no solo una tendencia central (la mediana), sino también una medida de incertidumbre sobre el impacto potencial de los conflictos armados en las variables seleccionadas en cada horizonte. Además, en los gráficos se muestra el impacto mínimo y máximo de los conflictos armados. También se muestra el impacto medio de seis conflictos especialmente destacados, tanto por su extensión regional como por pérdidas humanas, la incertidumbre sobre sus consecuencias⁷ y el episodio actual del conflicto Hamás-Israel.

Cabe señalar entre las limitaciones de este ejercicio que otros eventos o perturbaciones macrofinancieras pueden ocurrir en el horizonte de seis meses tras cada conflicto e influir en la evolución de estas variables⁸. No obstante, la colección de conflictos históricos considerada es amplia y representativa, por lo que permite estimar una distribución general de riesgos al alza y a la baja a lo largo del horizonte de seis meses que es relevante para el conflicto actual.

En el caso del precio del petróleo Brent, resulta llamativo que, si bien aproximadamente la mitad de los conflictos conducen a un aumento del precio del petróleo, la otra mitad tiene un impacto negativo, con lo que el impacto mediano es nulo. Sin embargo, la distribución de impactos incluye escenarios muy desfavorables, con aumentos considerables del precio del petróleo, como, por ejemplo, los que se observaron en la guerra del Yom Kipur o la invasión de Kuwait en 1990, de forma coherente con el papel destacado de los países de Oriente Próximo en el suministro de petróleo al mundo (véase gráfico 8)⁹.

6 La lista de conflictos considerada incluye: Septiembre Negro en Jordania (6.9.1970); guerra del Yom Kipur (6.10.1973); invasión turca de Chipre (20.7.1974); guerra civil del Líbano (13.4.1975); inicio del conflicto turco-kurdo (27.11.1978); Revolución iraní (16.1.1979); Revolución en Siria (31.5.1979); primera guerra del Golfo (22.9.1980); invasión de Israel del Líbano (6.6.1982); primera intifada palestina (8.12.1987); segunda guerra del Golfo: invasión de Kuwait (2.8.1990); segunda guerra del Golfo: operación Tormenta del Desierto (17.1.1991); segunda intifada (28.9.2000); operación Escudo Defensivo de Israel (29.3.2002); tercera guerra del Golfo (20.3.2003); guerra Hizbullah-Israel (12.7.2006); inicio de la primera guerra de Gaza: operación Plomo Fundido de Israel (27.12.2008); rebelión en Egipto (25.1.2011); guerra civil en Siria (15.3.2011); guerra de Iraq contra la insurgencia (30.12.2013); operación Borde Protector de Israel: guerra de Gaza (8.7.2014); guerra civil en Yemen: intervención saudí (25.3.2015). Algunos de estos conflictos se han prolongado y contendrían otras fechas de eventos significativos además de las utilizadas, que cubren, sin embargo, un conjunto amplio de los conflictos en la región desde 1970.

7 Estos incluyen la guerra del Yom Kipur, la Revolución iraní, la primera guerra del Golfo, la segunda guerra del Golfo: invasión de Kuwait, la segunda guerra del Golfo: operación Tormenta del Desierto, y la rebelión en Egipto de 2011.

8 Una limitación adicional proviene de que las estructuras políticas y económicas vigentes en décadas distantes no son perfectamente comparables.

9 Nótese que, si bien el Brent no es el tipo de petróleo crudo suministrado por los países de Oriente Próximo, el precio de esta materia prima históricamente tiene una correlación positiva elevada con el de sus principales homólogos globales.

ANÁLISIS DE LOS EFECTOS SOBRE LOS MERCADOS FINANCIEROS Y DE LA ENERGÍA DE LOS CONFLICTOS DE ORIENTE PRÓXIMO (cont.)

Gráfico 8
Precio petróleo Brent (a)

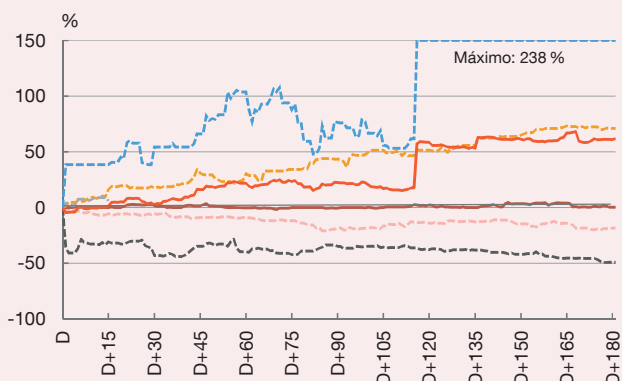


Gráfico 9
Deuda soberana EEUU a 10 años (a)

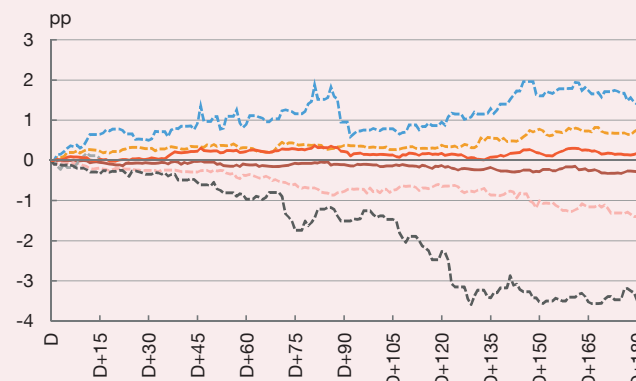


Gráfico 10
Índice S&P 500 (a)

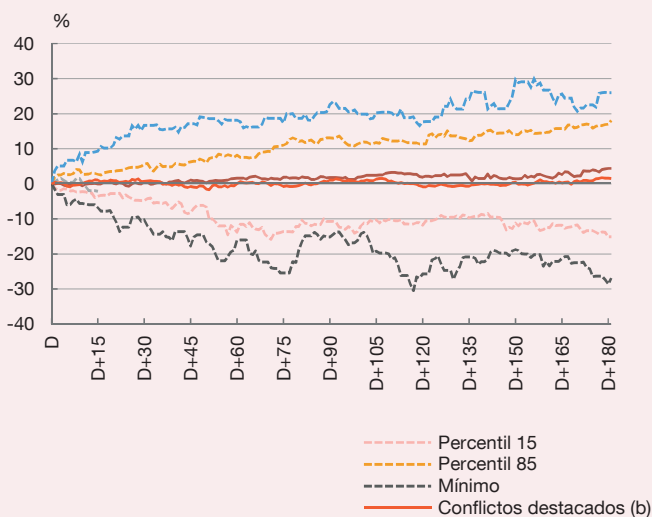
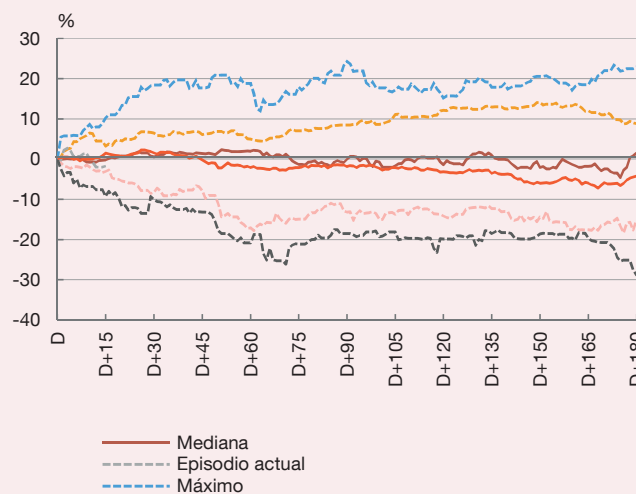


Gráfico 11
Índice MSCI Europa (a)



FUENTES: Datastream, Thomson Reuters y Banco de España.

a La fecha D designa el día anterior al día de referencia de inicio de conflictos. Para cada día en el período entre D y D+1 80 días (seis meses), se miden en relación a la fecha D las diferencias en el caso de los rendimientos de la deuda soberana de EE.UU. y el crecimiento acumulado en el caso de índices bursátiles y los precios del petróleo.

b A efectos del gráfico, se consideran conflictos destacados los siguientes: Guerra del Yom Kippur (06/10/1973), Revolución Iraní (16/01/1979), Primera Guerra del Golfo Pérsico (22/09/1980), Segunda Guerra del Golfo Pérsico: Invasión de Kuwait (02/08/1990), Segunda Guerra del Golfo Pérsico: Operación Tormenta del Desierto (17/01/1991), y Revolución en Egipto (25/01/2011).

Para los rendimientos de los bonos de Estados Unidos a diez años, en el gráfico 9 se observa que, si bien hay una ligera tendencia negativa, en consonancia con el papel de los bonos de Estados Unidos como activos seguros en esta clase de escenarios, existe también evidencia histórica de aumentos en los rendimientos de estos bonos. Esto posiblemente pueda explicarse por el hecho de que algunos de estos conflictos armados (como, por

ejemplo, la guerra del Yom Kipur o la primera guerra del Golfo) también pueden generar presiones inflacionarias notables, lo que eleva las expectativas sobre las tasas de interés futuras.

En cuanto al índice S&P 500, se aprecia una tendencia general al alza a pesar del inicio de conflictos en Oriente Próximo. No obstante, algunos conflictos con unas consecuencias globales

ANÁLISIS DE LOS EFECTOS SOBRE LOS MERCADOS FINANCIEROS Y DE LA ENERGÍA DE LOS CONFLICTOS DE ORIENTE PRÓXIMO (cont.)

más inciertas, como la guerra del Yom Kipur, pueden ejercer una clara presión a la baja sobre los precios de las acciones, como se observa en los percentiles de evolución más desfavorables (véase gráfico 10).

Por su parte, en el caso del índice bursátil europeo MSCI, se observa un efecto mediano casi nulo y, de nuevo, un amplio rango de evoluciones, tanto positivas como negativas. En todo caso, se evidencia también la existencia de posibles sendas históricas con fuertes contracciones en la evolución de las valoraciones europeas de los activos financieros de renta variable (véase gráfico 11).

En términos generales, el análisis histórico presentado sugiere cierta cautela en la evaluación del potencial

impacto económico y financiero que puede tener el conflicto actual entre Israel y Hamás a corto plazo. Por una parte, existen escenarios de escaso o nulo impacto, y el simple hecho de un inicio de conflicto en Oriente Próximo no implica certeza sobre la senda de evolución de los precios de la energía o los activos financieros. Por ejemplo, hay distintos ejemplos históricos en los que el inicio de un conflicto no ha sido obstáculo para que se produzcan bajadas del precio de petróleo en meses posteriores. Sin embargo, esta experiencia histórica señala también que pueden darse, en función de la escalada que se produzca, fuertes disrupciones en el valor de los activos financieros o del precio del petróleo. Estas aparecen asociadas a aquellos conflictos más destacados por la mayor incertidumbre que implicaban sobre los equilibrios geopolíticos internacionales.