

Global Asset Allocation Team

¿Cuándo se convierte un shock energético en un escenario macroeconómico?

La cuestión determinante para los inversores en el entorno actual no es si los precios de la energía son elevados, sino si el shock permanece circunscrito a los mercados de materias primas o empieza a alterar el comportamiento económico.

Durante buena parte del año, los mercados han reaccionado a los titulares procedentes de Oriente Medio y al consiguiente encarecimiento del petróleo y el gas. Sin embargo, la experiencia histórica sugiere que el shock inicial rara vez determina el desenlace final. Lo verdaderamente relevante es el mecanismo de transmisión. Un repunte transitorio de los precios de la energía puede afectar a las expectativas de inflación y al sentimiento de mercado sin alterar de forma significativa el crecimiento. En cambio, un shock persistente puede desencadenar un ajuste más amplio del consumo, la inversión, la contratación y las condiciones crediticias. No obstante, la diferencia no es simplemente una cuestión de tiempo, sino que depende de si el shock empieza a modificar las decisiones económicas.

Por este motivo, nuestro análisis se centra en vigilar los canales de transmisión que conectan la evolución de los mercados con la actividad económica real. Nuestro análisis de escenarios se articula en torno a estos canales de transmisión, y no a los movimientos del mercado. La cuestión clave no es a qué precio cotizará el petróleo el próximo mes, sino si el aumento de los costes energéticos llega a ser lo suficientemente restrictivo como para provocar un endurecimiento significativo de las condiciones financieras y debilitar la demanda.

Nuestro escenario central sigue siendo el de una expansión resiliente. En este contexto, el shock energético persiste, pero se mantiene contenido. El encarecimiento del petróleo mantiene elevada la inflación general y lleva a los bancos centrales a prolongar durante más tiempo una orientación restrictiva. El ritmo de crecimiento se modera en cierta medida, pero la transmisión se detiene ahí. El consumo mantiene su resiliencia, los beneficios empresariales continúan creciendo, la inversión se amplía más allá del gasto vinculado a la tecnología y el crédito sigue estando disponible en condiciones atractivas. Las condiciones financieras continúan siendo favorables pese a unos tipos oficiales más elevados, lo que permite que la economía mundial siga creciendo en torno a su potencial. El shock actúa como un viento en contra para la actividad y no como catalizador de una contracción.

Central
Expansión resiliente

Shock energético contenido pero persistente → política restrictiva durante un tiempo → menor dinamismo → resiliencia de la demanda, los beneficios y el crédito → **continuidad de la expansión**

El escenario alcista se materializaría si la incertidumbre en torno a la energía comenzase a normalizarse. El factor determinante no sería simplemente una caída de los precios del petróleo, sino una relajación de la restricción que supone la inflación. A medida que se disipan las presiones energéticas, la inflación general se modera sin que sea necesario un debilitamiento de la demanda. Los bancos centrales ganan mayor margen para pausar el endurecimiento monetario, disminuye la incertidumbre en torno a la política monetaria y mejora la confianza. Esta recuperación de la confianza se convierte en un potente canal de transmisión que favorece una recuperación más generalizada de la inversión y los beneficios empresariales en distintos sectores y regiones. En este escenario, la expansión cobra impulso no porque la demanda se acelere de forma repentina, sino porque una de las principales restricciones al crecimiento desaparece gradualmente.

Alcista

Expansión Goldilocks

Normalización shock energético → menores presiones inflacionistas → menor restricción de la política monetaria → mejora de la confianza → **ampliación de los beneficios y la inversión**

El principal riesgo bajista no es una recesión tradicional provocada por la demanda. Se trata, en cambio, de una desaceleración inducida por la política monetaria. En este escenario, los precios de la energía se mantienen lo suficientemente elevados como para que la inflación continúe en niveles incómodos, pero no tanto como para provocar una grave escasez física de oferta. Ante la preocupación por la persistencia de la inflación, los bancos centrales mantienen una política restrictiva durante demasiado tiempo en relación con las condiciones subyacentes de la demanda. La cadena de transmisión se vuelve progresivamente más perjudicial: el aumento de los tipos reales debilita la confianza; el deterioro de la confianza frena el consumo y la inversión; los planes de inversión en capital se revisan a la baja; la contratación pierde impulso; y las expectativas de beneficios empeoran. Los diferenciales de crédito se amplían gradualmente y las condiciones financieras se endurecen. La economía acaba desacelerándose no porque los precios de la energía destruyan directamente la demanda, sino porque las restricciones derivadas de la política monetaria se transmiten progresivamente a la economía real.

Bajista

Política restrictiva y desaceleración

Persistencia de las presiones inflacionistas → la política monetaria se mantiene excesivamente restrictiva → debilitamiento de la confianza y la demanda → revisiones a la baja de los beneficios, el capex y la contratación → **endurecimiento de las condiciones financieras**

El escenario de cola es sustancialmente distinto. En este caso, el shock tiene su origen en una perturbación física y prolongada del suministro energético, y no en unas primas de riesgo elevadas. Unos precios de la energía extremadamente altos ejercen simultáneamente presión sobre el poder adquisitivo de los hogares y los márgenes empresariales. Los bancos centrales siguen condicionados por la inflación mientras las rentas reales disminuyen. El efecto combinado provoca un fuerte endurecimiento de las condiciones financieras, un deterioro de la dinámica crediticia y una acusada desaceleración de la actividad. Es importante señalar que este escenario no desemboca en una situación permanente de estanflación. La secuencia es, primero, inflación; después, destrucción de demanda; y, finalmente, desinflación.

De cola

Shock energético y recesión

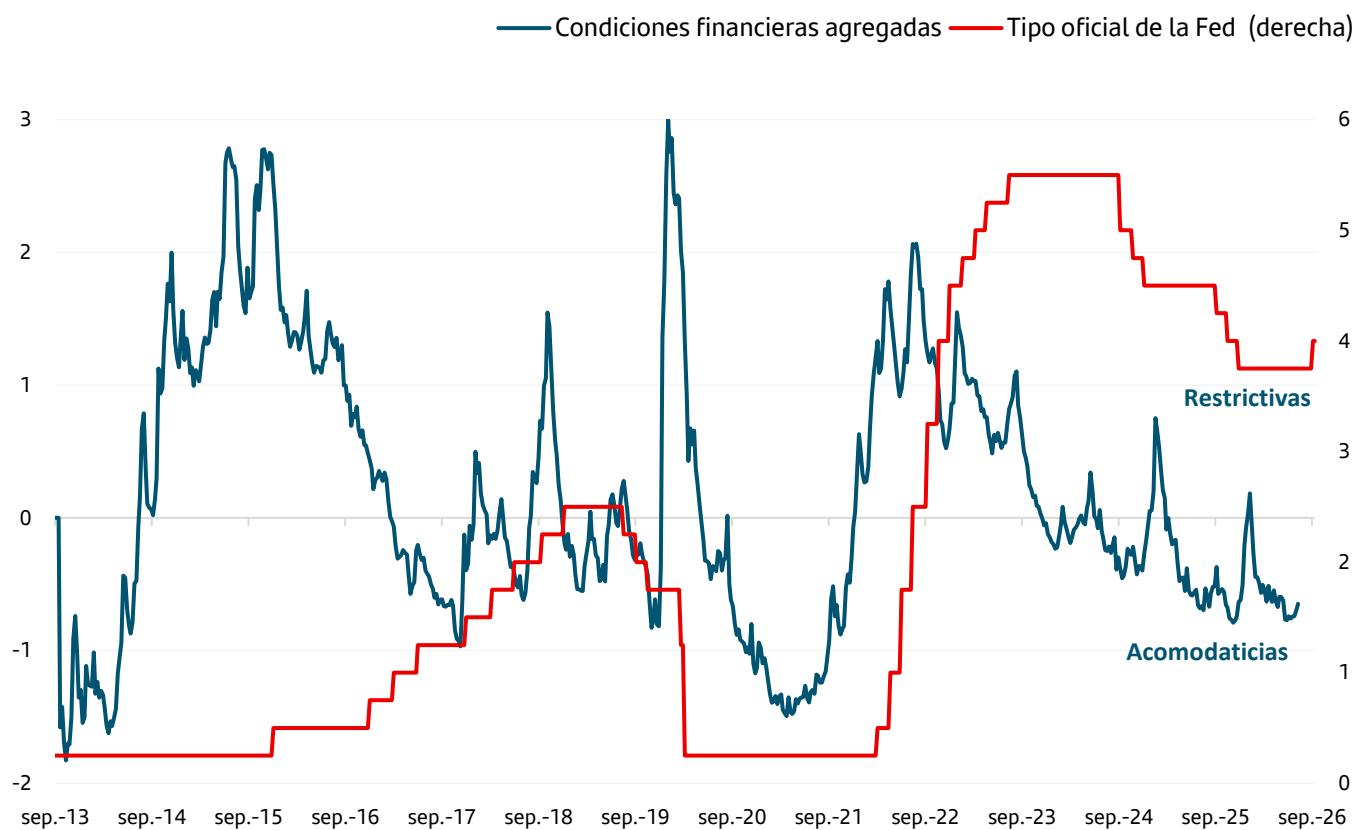
Disrupción física de la oferta → **precios extremos de la energía** → shock sobre las rentas reales y los márgenes → fuerte endurecimiento de las condiciones financieras → **desaceleración severa y posterior desinflación**

Por tanto, la diferencia entre estos escenarios no reside en el shock inicial, sino en hasta qué punto este se transmite al conjunto de la economía. Seguimos un conjunto específico de indicadores para evaluar si dicha transmisión se está produciendo: revisiones de beneficios, intenciones de inversión en capital, tendencias de contratación, disponibilidad de crédito y condiciones financieras en sentido amplio. Estas variables se sitúan en el punto crítico de intersección entre los mercados y la economía real. Nos permiten determinar si un shock de oferta permanece circunscrito a los mercados o está convirtiéndose en un proceso macroeconómico. Por ejemplo, pese a la subida de los tipos oficiales y al aumento de las rentabilidades de la deuda, las condiciones financieras se han mantenido, en términos generales, acomodaticias, contribuyendo a sostener la actividad económica y los beneficios empresariales.

Gráfico 1. Endurecimiento de bancos centrales no implica un endurecimiento directo de las condiciones financieras

Condiciones financieras agregadas vs. tipo de interés oficial de la Fed

Fuentes: Santander Asset Management & Bloomberg



Información Legal Importante

Este informe ha sido elaborado por Santander Asset Management (en adelante, “SAM”). SAM es el nombre funcional del negocio de gestión de activos realizado por la entidad jurídica SAM Investment Holdings S.L. y sus sucursales, filiales y oficinas de representación.

Dirigido solo a inversores institucionales. El presente documento contiene previsiones económicas e información obtenida de varias fuentes. La información contenida en el presente documento puede haber sido recogida también de terceros. Se considera que todas estas fuentes son fiables, aunque la exactitud, integridad o actualización de esta información no está garantizada, ni implícita ni explícitamente, y está sujeta a cambios sin previo aviso. Las opiniones incluidas en este documento no pueden considerarse irrefutables y pueden diferir o ser, de cualquier manera, incoherentes o contrarias a las opiniones expresadas, ya sea verbalmente o por escrito, consejos o decisiones de inversión adoptadas por otras áreas de SAM.

El presente informe no ha sido preparado y no debe ser considerado en función de ningún objetivo de inversión. Este documento ha sido realizado con fines exclusivamente informativos, por lo que no constituye una recomendación, asesoramiento personalizado de inversiones, oferta o requerimiento de suscripción o venta de participaciones de cualquier activo o producto de inversión (en adelante “Activos Financieros”), y no debe ser considerado como base única para evaluar o valorar los Activos Financieros. Asimismo, la distribución de este documento a un tercero no constituye una oferta o asesoramiento de inversiones.

SAM no garantiza los pronósticos u opiniones expresados en este informe sobre los mercados o los Activos Financieros, incluyendo en relación con su rendimiento actual y futuro. Cualquier referencia a rentabilidades pasadas o presentes no deberá interpretarse como una indicación de los resultados futuros de los mencionados mercados o Activos Financieros. Los Activos Financieros descritos en este informe pueden no ser aptos para su distribución o venta en determinadas jurisdicciones o para ciertas categorías o tipos de inversores.

Salvo en los casos en los que así se indique de forma expresa en los documentos legales de un determinado Activos Financieros, éstos no son, y no serán, asegurados ni garantizados por ninguna entidad gubernamental, incluyendo el Federal Deposit Insurance Corporation. No representan una obligación de SAM ni están garantizados por dicha entidad y pueden estar sujetos a riesgos de inversión. Entre los riesgos cabe mencionar, a título enunciativo y no limitativo, riesgos de mercado y de tipos de cambio, de crédito, de emisor y contrapartida, de liquidez y de posibles pérdidas en la inversión principal. Se recomienda a los inversores consultar con sus asesores financieros, legales y fiscales, así como con cualquier otro asesor que consideren necesario a efectos de determinar si los Activos Financieros son apropiados en base a sus circunstancias personales y situación financiera. Santander y sus respectivos consejeros, representantes, abogados, empleados o agentes no asumen ningún tipo de responsabilidad por cualquier pérdida o daño relacionado o que pueda surgir del uso de todo o de parte de este informe.

Rentabilidades pasadas no son indicadores de rentabilidades futuras. La rentabilidad puede variar debido a fluctuaciones del tipo de cambio. Cualquier referencia a aspectos fiscales debe ser entendido bajo las circunstancias personales del inversor y está sujeta a variaciones. Los costes derivados de la compra, tenencia o venta de los Activos Financieros pueden reducir su rentabilidad y no se reflejan en este informe.

Este informe no puede ser reproducido entera o parcialmente, distribuido, publicado o entregado, bajo ninguna circunstancia, a ninguna persona, ni se debe emitir información u opiniones sobre este informe sin que sea previamente autorizado por escrito, caso por caso, por SAM.

Cualquier material de terceros (incluidos logotipos y marcas comerciales) ya sea literal (artículos / estudios / informes / etc. o extractos de los mismos) o artístico (fotos / gráficos / dibujos / etc.) incluido en este informe / publicación está registrado a nombre de sus respectivos propietarios y sólo se reproducen de acuerdo con prácticas leales en materia industrial o comercial.