

IMPACTO BURSATIL DE LA CRISIS DEL PETROLEO:
EFFECTOS DIFERENCIALES

Angel Berges Lobera *

* Analistas Financieros Internacionales (Grupo Ahorro
Corporación)

La escalada de la tensión bélica en el Golfo Pérsico, y el asociado incremento del precio del crudo, producto sumamente vital para el mantenimiento del crecimiento económico en los países desarrollados, han provocado violentas oscilaciones en los mercados bursátiles internacionales que se salda en los apenas dos meses transcurridos desde la invasión iraquí, con caídas en los precios de las acciones en el entorno del 20% para los principales mercados.

Las fuertes divergencias entre unos mercados y otros, en cuanto a respuesta a la mencionada crisis, hace necesario un análisis sobre el diferente posicionamiento de partida de cada mercado. Ese es el objetivo del presente artículo.

Uno de los más asentados modelos de valoración de acciones es el que explica el precio de éstas como el valor descontado de la corriente futura de beneficios de la empresa. La tasa de descuento utilizada, también conocida como coste de los recursos propios, se identifica como la suma del tipo de interés sin riesgo a largo plazo, más una prima que lógicamente debe ser mayor cuanto mayor sea el riesgo asociado a la mencionada corriente de beneficios futuros.

La representación de dicho perfil de beneficios futuros en base a una tasa de crecimiento anual, permite expresar de forma simplificada el precio de una acción como:

$$P = \frac{B}{i + r - g} \quad (1)$$

donde B es el nivel corriente del beneficio por acción (b.p.a.), i el tipo de interés a largo plazo para instrumentos sin riesgo, r la prima por riesgo, y g la tasa de crecimiento del b.p.a. que cabe esperar para el futuro.

El modelo representado por (1) es especialmente apropiado para analizar los efectos de la crisis del petróleo sobre los precios de las acciones.

Incluso considerando que el nivel corriente del b.p.a. no se ve afectado por la elevación del precio de crudo, sí que lo son todos los elementos del denominador de (1), y todos ellos en la misma dirección, negativa para el precio de las acciones.

El efecto más inmediato es a través de la variable tipo de interés a largo plazo, i . En la medida en que el incremento en el precio del crudo lleva implícitas unas expectativas inflacionistas considerables, evaluadas en un incremento adicional de los precios entre 1 y 2 puntos porcentuales, según países, para 1991, los tipos de interés a largo plazo deben responder con un lógico tensionamiento. Este depende del nivel de partida de los mismos, así como de la intensidad del peligro inflacionista, pero difícilmente será de una magnitud inferior a un punto porcentual en los principales países.

Mucho más difíciles de cuantificar, y por supuesto con mucha más heterogeneidad entre países, son los efectos previsibles de la crisis del petróleo sobre los otros dos componentes del denominador, r y g . Parece lógico pensar que la mayor

incertidumbre que emana de la tensión del Golfo Pérsico debe provocar primas por riesgo sustancialmente mayores, y tanto más cuanto mayor sea la sensibilidad de las diferentes economías al precio del crudo, variable clave en la incierta situación que emana de aquella zona.

Y del mismo modo, también está fuera de toda duda que se va a recortar de forma sensible el crecimiento económico en los principales países, lo cual debe traducirse en menores expectativas de crecimiento del b.p.a. en el futuro.

Esta cuantificación es tan compleja como la anterior referente a la prima por riesgo, ya que no se trata tanto de cuantificar el efecto inmediato sobre los beneficios empresariales, sino sobre la expectativa futura de crecimiento de éstos. A modo de ejemplo, considérese el caso alemán, y en menor medida el de sus países vecinos. La unificación alemana, y la apertura de los países del este, desató unas fuertes expectativas de crecimiento económico, y de los beneficios empresariales, para un horizonte casi hasta final de siglo, expectativas que deben verse modificadas a la baja. Y ello tanto más cuanto mayor fué la anticipación que el mercado bursátil hizo de las mismas.

Al objeto de discriminar ambos efectos anteriores, r y g , entre diferentes países, hemos estimado un modelo econométrico que tratase de explicar el comportamiento diferencial de sus mercados bursátiles desde el estallido de la crisis del Golfo. Como variables explicativas hemos utilizado por un lado una que

aproxime la dependencia petrolifera de cada país, y por otro una que mida el grado de anticipación de buenas expectativas llevado a cabo previamente a dicho estallido.

El cuadro 1 recoge los 17 países analizados en el estudio, y las diferentes variables utilizadas. En primer lugar la variación porcentual registrada en sus índices bursátiles desde el primer día de agosto, previo a la ocupación kuwaiti por Iraq, hasta el viernes 21 de septiembre, fecha de cierre de este estudio. Dicha variación porcentual, que es la variable a explicar y que denominaremos RETCRISIS, es negativa en los 17 países considerados, oscilando entre el -6,3% de Noruega y el -33,9% de Austria.

A continuación se presentan dos variables indicativas de la sensibilidad al precio del crudo. En primer lugar la eficiencia energética de cada país, calculada como la cantidad de producto (PIB) por unidad de energía consumida, y expresada como número índice con base 100 en 1975. Denotaremos a esta variable EFENERG. En segundo lugar el saldo neto (exportaciones menos importaciones) de intercambios energéticos con el exterior, medido como porcentaje del producto interior bruto. Denominamos a esta variable IMPETROL.

Finalmente, la variable denominada RET12M mide la rentabilidad producida por cada uno de los diferentes mercados durante los doce meses anteriores a la crisis del Golfo. Dicha variable puede considerarse representativa de la magnitud de las

expectativas que cada uno de los mercados había descontado previamente a la crisis. En este sentido, la hipótesis anteriormente desarrollada, de recorte en las expectativas de crecimiento, indicaría que debían haber sufrido más, como respuesta a la crisis, los mercados que mayores expectativas habían descontado previamente.

Los coeficientes de correlación entre las cuatro variables (la dependiente, RETCRISIS, y las tres explicativas) configuran la siguiente matriz.

	RET12M	IMPETROL	EFENERG
RETCRISIS	-0,361	-0,49	0,143
EFENERG	0,165	-0,303	0,143
IMPETROL	-0,300		

Los signos de los coeficientes estimados están en la dirección que cabría esperar a priori. La respuesta a la crisis ha sido mejor cuanto mayor es la eficiencia energética de cada país, y cuanto menor es su dependencia de petróleo importado. Por otra parte el coeficiente entre RETCRISIS y RET12M es negativo, indicando un fuerte proceso de reversión de las expectativas incorporadas en los mercados bursátiles en los doce meses previos a la crisis.

La estimación econométrica de un modelo de regresión múltiple con las tres variables explicativas, produce los siguientes estimadores:

$$\text{RETCRISIS} = -18,4 + 0,016 \text{ EFENERG} - 0,162 \text{ IMPETROL} - 1,85 \text{ RET12M}$$

$$\quad \quad \quad (-1,71) \quad (0,20) \quad \quad \quad (-2,80) \quad \quad \quad (-3,11)$$

$$R^2 = 0,42$$

Los datos entre parentesis se refieren al estadístico t-student para contrastar la significación estadística de los estimadores.

La mejora en eficiencia energética no resulta significativa estadísticamente, mientras que sí lo son las otras dos variables, saldo neto de factura petrolífera frente al exterior, y rentabilidad obtenida en los 12 meses anteriores a la crisis.

La bondad de ajuste del modelo estimado puede considerarse satisfactoria, con un 42% de poder explicativo (R^2), tanto más aceptable dado el carácter transversal, y la reducida dimensión, de la muestra utilizada en el análisis.

La interpretación de los resultados sería la siguiente. El impacto bursátil de la crisis del petróleo se ha traducido en un descenso generalizado del 18,4% en los mercados, aumentando en un 0,162% multiplicado por cada punto porcentual que las importaciones de petróleo representan sobre el PIB (o reducido, si el país en cuestión es exportador neto), y aumentado también en 1,85% multiplicado por cada punto porcentual que el mercado en cuestión registró de alza en los doce meses previos a la crisis (minorado, si el mercado presentó rentabilidades negativas).

Los resultados parecen consistentes, por tanto, con las hipótesis anteriormente desarrolladas. Aunque la invasión iraquí

de Kuwait ha provocado por encima de todo una crisis de confianza brusca generalizada, como lo prueba el termino constante del modelo estimado (-18,4%), dicha crisis ha afectado de manera más pronunciada a los países más dependientes de petróleo importado, y a aquellos países en los que se habían descontado unas mayores expectativas de crecimiento futuro.

Un último análisis que podría ser sugerente, en relación con el modelo estimado, se refiere a la identificación de los mercados que han reaccionado por exceso o por defecto, respecto a lo que el modelo habría previsto. Para ello presentamos el gráfico adjunto donde se representan los diferentes mercados, contrastando su comportamiento durante la crisis con el que habría sido previsible de acuerdo al modelo estimado. Las observaciones por debajo de la diagonal corresponden a mercados que han reaccionado en exceso, pues en ellos la rentabilidad posterior a la crisis ha sido, hasta la fecha, inferior a la predicha por el modelo; y lo contrario ocurre para observaciones por encima de la diagonal.

Son los mercados bursátiles de Japón (con un -6.8% de sobrerreacción), Finlandia (-5,80%), España (-5,90%) e Italia (-5,20%) los que han tenido una mayor reacción negativa en exceso de la que cabría haber esperado del modelo, mientras que Australia (+7,9%), Holanda (+7,7%)o, Estados Unidos (+6,3%) y Dinamarca (+6,2%), son los mercados en los que el modelo estima que debería haberse producido un recorte de las cotizaciones

mayores del que se ha producido.

Todos los resultados anteriores, y por consiguiente cualquier valoración respecto a qué mercados deben repuntar y cuales deben corregir todavía más a la baja, deben ser tomados con grandes reservas. En primer lugar, en absoluto puede considerarse que las dos variables explicativas utilizadas, dependencia petrolifera y comportamiento previo de las cotizaciones, incorporen toda la información relevante para deducir el margen de caída de los mercados bursátiles. Y en segundo lugar, esta lejos de poderse concluir que la crisis petrolifera, y la resolución de las incertidumbres con ella asociada, haya culminado.

PAISES	RETCRISIS	EFENERG	IMPETROL	RET12M
EE.UU.	-13,5	138,2	0,9	11,9
JAPON	-23,4	152,3	1,1	-8,6
R.UNIDO	-16,7	149,2	-0,2	-3,4
ALEMANIA	-25,5	140,4	1,1	29,2
FRANCIA	-20,6	136,6	1,2	-0,2
ESPAÑA	-24,8	101,9	1,6	-3,1
SUIZA	-19,5	113,3	0,9	-4,3
AUSTRALIA	-9,3	95,0	0,3	-2,2
AUSTRIA	-33,9	130,5	0,9	85,1
BELGICA	-17,2	137,5	1,9	-0,6
DINAMARCA	-11,4	157,8	0,6	4,3
FINLANDIA	-20,1	123,6	1,2	-27,3
ITALIA	-23,1	141,7	1,2	-3,4
HOLANDA	-11,4	140,7	1,7	-1,4
NORUEGA	-6,3	153,8	-9,1	36,8
SUECIA	-19,4	113,3	1,0	0,3
CANADA	-9,1	133,8	-0,3	-9,8

Cuadro 1

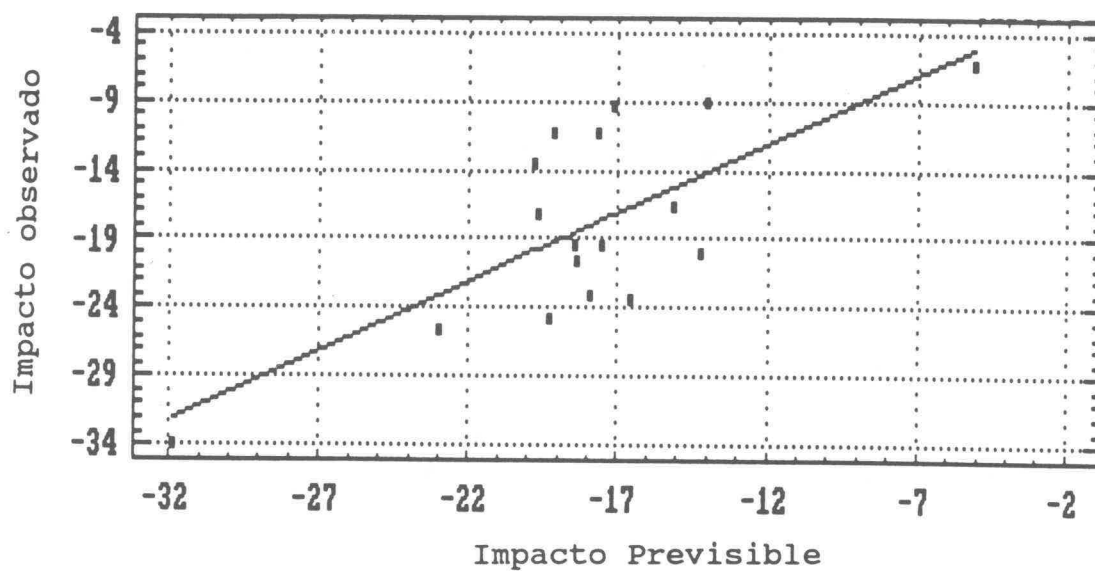


Gráfico 1: Impacto Real y Previsible, sobre los Mercados bursátiles