

Estrategia Global

Implicaciones del conflicto en Irán



Estados Unidos e Israel realizan un ataque coordinado contra Irán

El 28 de febrero, Estados Unidos e Israel llevaron a cabo ataques militares conjuntos contra Irán, después de que una semana de negociaciones para el cese en el desarrollo de armas nucleares por parte de Irán en Suiza terminara sin acuerdo. El líder supremo de Irán, el ayatolá Alí Jamenei, murió durante la operación y el ejército iraní respondió llevando a cabo ataques contra bases estadounidenses e israelíes en todo Oriente Medio.

Los inversores no esperaban una escalada tan rápida por parte de Estados Unidos, sino más bien una actuación militar quirúrgica como la que lanzó en Venezuela. Aunque la respuesta de Irán podría haber sido peor -de momento las principales plataformas energéticas no han sido atacadas-, la situación en la región es muy tensa.

EE. UU. ya ha declarado que los ataques se prolongaran al menos una semana más. El escenario base por ahora prevé un desenlace rápido (1 mes). Trump no quiere una guerra larga, ni pretende entrar de forma terrestre en territorio iraní. La guerra se fraguará desde la distancia, con bombardeos, lanzamientos de misiles y operaciones de inteligencia. El objetivo es desgastar al régimen, no tanto para conseguir la liberación del pueblo iraní, sino con el objetivo de poner fin a los deseos nucleares de Irán.

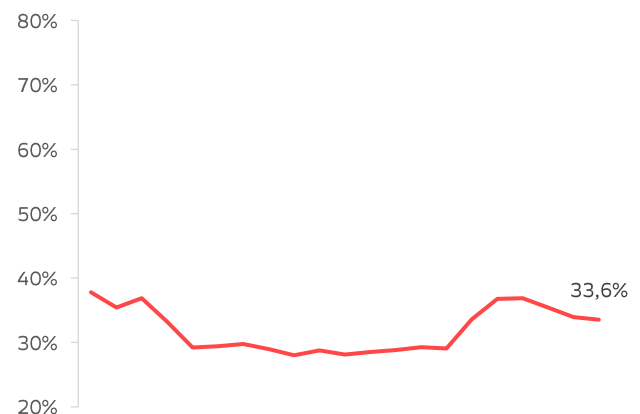
La región de Irán es especialmente relevante para el comercio de petróleo. A través de sus costas, Irán es capaz de controlar el estrecho de Ormuz, por donde pasan ~15mn de barriles de petróleo diarios (30% del comercio marítimo de crudo) y el 20% del gas natural licuado del mundo. Aunque no se han producido ataques contra infraestructuras energéticas, los datos satelitales muestran una pausa en el tráfico de petroleros a través del estrecho de Ormuz desde el domingo. El cese de los flujos a través del estrecho y el mayor riesgo de escasez de oferta ha hecho que el precio del barril Brent se alce hasta los \$80/barril, un 26% de subida en el año.

Ilustración 1: Evolución del precio de cotización del barril Brent



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión.

Ilustración 2: Probabilidad de que el estrecho de Ormuz sea cerrado antes del 31 de mayo.



Fuente: Kalshi, Ibercaja Gestión.

Estrategia Global



Es probable que veamos un desenlace rápido en 1-2 meses

Las guerras siempre deben analizarse desde un punto de vista de coste y beneficio, incluso si es Trump el que la inicia. Los beneficios que busca obtener Estados Unidos -e Israel- con la guerra son terminar con el desarrollo de armas nucleares y misiles de largo alcance de Irán. Para Estados Unidos, que la inestable Irán sea una potencia nuclear, supone una limitación en su dominio de Oriente Medio y, para Israel, una amenaza directa.

Teniendo claros los beneficios, debemos analizar los costes. Para Trump, en concreto, la guerra tiene un coste electoral muy elevado. Las encuestas más recientes estiman que un 70% de los estadounidenses están en contra de la guerra y, el propio presidente, prometió en campaña no adentrarse en ninguna. El coste electoral es un desincentivo claro, más teniendo en cuenta que en noviembre hay elecciones de medio mandato. Otros costes que asume Estados Unidos al entrar en esta guerra son el efecto inflacionario que produce la subida en el precio del crudo y las caídas en bolsa derivadas del aumento en la incertidumbre. Durante todo el mandato, Trump, ha estado muy pendiente a los mercados y gran parte de sus decisiones geopolíticas -Aranceles, Venezuela, Groenlandia y, ahora, Irán- se han llevado a cabo durante el fin de semana, con los mercados cerrados.

¿Qué debe ocurrir para que veamos el fin del conflicto? Lo trascendental para Estados Unidos es asegurarse de que Irán no continua con el desarrollo de armas nucleares. De conseguir eso, probablemente veamos una desescalada rápida. Irán no está en una posición de poder y con su líder supremo fuera de combate podría ceder.

Teniendo en cuenta costes y beneficios prevemos un conflicto corto, que presumiblemente no se extenderá más allá de dos meses. A su vez, descartamos cualquier escenario de intervención terrestre por parte de Estados Unidos y no creemos que la afectación a los mercados y cadenas de suministro sea excesiva.



El impacto macroeconómico de la guerra debería ser moderado

Para entender el potencial impacto económico de la guerra es clave entender cómo puede evolucionar el precio del crudo. Existen dos tipos de movimientos en el precio del crudo que debemos tener en cuenta: (i) los movimientos a corto plazo: que elevan el precio del crudo por incorporar los riesgos asociados con retrasos en el suministro, el encarecimiento en el coste del transporte y una prima por asegurarse el suministro; y (ii) los movimientos en el largo plazo: derivados de prolongados retrasos en el transporte o el daño causado en infraestructuras energéticas que reducen la oferta a medio plazo.

Por ahora, solo los primeros se estarían viendo materializados. Para que los fundamentales a largo plazo se vean alterados no basta con que el estrecho de Ormuz permanezca cerrado en la práctica unas pocas semanas. Una expectativa de cierre más larga, unida a daños físicos a infraestructuras críticas, o un conflicto interno en Irán que

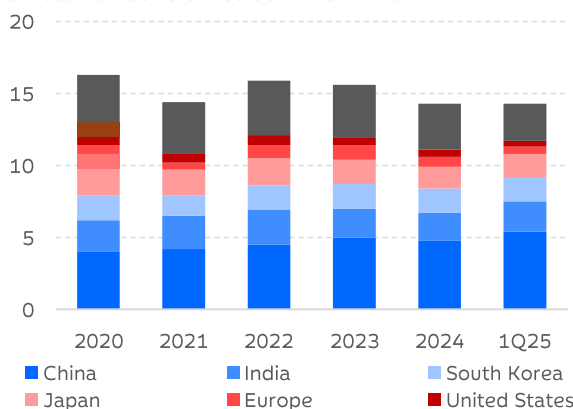
Estrategia Global

termine con gran parte de su capacidad de producción (3-4% de la oferta mundial), sí que generarían tensiones entre oferta y demanda estructurales.

Sin que los segundos movimientos se materialicen es poco probable que veamos el precio del barril brent alzarse por encima de los \$85/barril, ya que implicaría una prima sobre el precio de equilibrio estimado a dos años de más del 30%.

El escenario actual de cierre práctico del estrecho de Ormuz podría ser parcialmente mitigado. Primero, porque recientemente, las exportaciones de la región se habían acelerado ante el riesgo inminente de una escalada, por lo que la cantidad de crudo en camino es más alta de lo normal. Segundo, porque Arabia Saudí cuenta con un baipás, con una capacidad de entre 5-7mb/d, lo que supone cerca de un 20-25% de la cantidad que pasa por el estrecho. Tercero, porque China, que es el mayor importador de la región, cuenta con reservas de crudo para más de 8 meses, y no se espera que vaya a añadir presión en los precios. Y, cuarto, porque la OPEP+ ha anunciado que incrementará la oferta en 206kb/d a partir de abril.

Ilustración 3: Importaciones de crudo en mb/d por países de destino desde el estrecho de Ormuz



Fuente: EIA, Ibercaja Gestión.

Ilustración 4: Mapa del estrecho de Ormuz y el bypass de Arabia Saudí.



Fuente: Morgan Stanley Research, Ibercaja Gestión.

Todo ello, nos hace ser moderadamente positivos con la evolución del precio del crudo. Aunque es clave estar pendiente a la evolución de los hechos para determinar si el escenario base cambia.

Por otro lado, el principal canal de transmisión hacia la economía es sin duda la inflación. Se estima que un aumento del 10% en el precio del brent puede llegar a añadir entre 0,2 y 0,4 puntos porcentuales a la inflación global. Sin embargo, la traslación no es igual para todos los países, siendo las economías importadoras -zona euro, Reino Unido, Japón o China- las más afectadas.

No creemos que un incremento temporal en el precio fruto de una prima de riesgo genere grandes tensiones inflacionistas. Sin embargo, la incertidumbre puede hacer que los bancos centrales aplacen cualquier bajada de tipos hasta que se confirme si es un problema estructural.

Estrategia Global

Por último, y manteniéndonos en el escenario base donde el barril Brent no se va por encima de \$85, el impacto en la economía global se prevé manejable. Tan solo un escenario adverso con precios del crudo por encima de los \$100/barril podrían hacer saltar las alarmas y acrecentar el riesgo de contracción.

El impacto en mercados a corto plazo

Acciones: es de esperar que la reacción inmediata de la renta variable sea negativa bajo este tipo de eventos geopolíticos y posteriormente, dependerá de cómo va evolucionando la situación. En este sentido, la incertidumbre es elevada, pero lo normal es que los precios del crudo sean el principal elemento transmisor de los movimientos que se produzcan. En este contexto, los productores de energía están mejor protegidos que los consumidores de energía.

Por tanto, a nivel sectorial, automoción, aerolíneas, transporte marítimo e industrias intensivas en combustibles serían las más afectadas en un entorno de costes energéticos elevados y disrupción logística. Por su parte, energía, defensa, ciberseguridad e infraestructuras críticas se beneficiarían de un aumento del gasto en resiliencia, defensa y seguridad.

Mientras tanto, a nivel regional la renta variable europea estaría más expuesta a los shocks en los precios de la energía que la renta variable americana, debido a (i) una mayor intensidad energética de la industria y (ii) mayor dependencia en la importación de hidrocarburos. Esto también aplica a otras economías como la japonesa y a muchos países asiáticos dependientes de las importaciones de Oriente Medio (ilustración 3).

Bonos: el comportamiento de la renta fija soberana como activo refugio podría verse limitado, ya que las rentabilidades de los bonos podrían subir en el corto plazo como reacción a las expectativas de mayor inflación provocadas por el aumento de los precios energéticos, sobretodo si éste se percibe persistente. En este sentido, el papel tradicional de los bonos soberanos como activo refugio puede no resultar efectivo por la combinación de una prima por riesgo geopolítico y riesgo inflacionista persistente.

En relación con lo comentado en el punto anterior, a nivel geográfico, los bonos americanos tendrían un impacto negativo menor que los europeos y japoneses, dada la mayor independencia energética con la que cuenta Estados Unidos.

Divisas: normalmente, cabría esperar que el dólar suba en un escenario inicial de aversión al riesgo, dada su histórica condición de activo refugio. Además, dado que Estados Unidos es exportador neto de energía, podría beneficiarse si los precios de la energía subieran. Por esta misma razón, también podemos esperar que se fortalezcan las monedas de otros países exportadores de energía, como el dólar canadiense, el peso mexicano, la corona noruega y las monedas de Oriente Medio, aunque el efecto sobre estas últimas podría verse atenuado por la proximidad del conflicto.

Estrategia Global

Metales preciosos: tanto el oro como la plata deberían aprovecharse de su condición de activo refugio y verse beneficiados de un escenario como el actual. Su buen comportamiento durante los últimos doce meses responde, en parte, al incremento en el riesgo geopolítico y la fragmentación derivada de los aranceles. La guerra actual no hace más que poner de manifiesto el auge en la tensión en las relaciones entre las distintas potencias y refuerza la tesis del oro. Con la apreciación del oro, las mineras también saldrían beneficiadas de este shock geopolítico.