

Perspectivas del precio del petróleo

Nadie reivindica haber predicho, ni siquiera de lejos, el espectacular desplome del 75% que sufrió el precio del petróleo entre junio de 2014 y diciembre de 2015. El carácter absolutamente excepcional de la confluencia de fuerzas que se produjo en tan breve tiempo constituye una disculpa comprensible. Pero lo cierto es que esta variable ha tenido casi siempre la rebelde costumbre de frustrar los pronósticos de los expertos. Con estos precedentes, conviene tomar los ejercicios de prospectiva con cautela, a modo de referencias orientativas. En este sentido, y todavía con la tormenta activa, nuestra valoración apunta, con elevada convicción, hacia un precio a medio plazo (unos cinco años) claramente por encima del actual. La senda hasta entonces está plagada de incógnitas, aunque lo más probable es que la recuperación ya sea perceptible antes de acabar este año. Respecto al largo plazo, no parece haber motivos para que el precio promedio en términos reales se aleje mucho del nivel observado durante las últimas cuatro décadas.

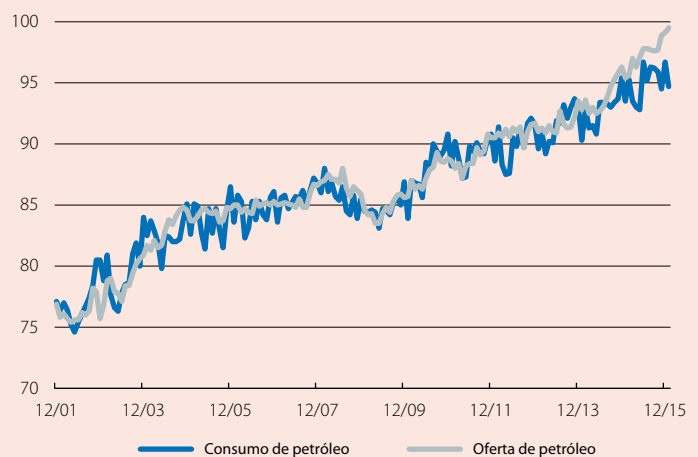
El escenario de una subida significativa del precio del crudo a medio plazo se sustenta en factores tanto del lado de la demanda como de la oferta, que interaccionarán según un patrón similar al que ha venido deparando la experiencia histórica descrita en el artículo previo de este Dossier. En el lado de la demanda, la evolución económica de los países emergentes, con China al frente, va a ser el determinante clave. Se solapan aquí las dimensiones cíclica y estructural. Respecto a la primera, pensamos que la mayoría de economías emergentes conseguirán, no sin tropiezos, recuperar el pulso tras varios años de adversidades. Los problemas aparecieron por la suma de ciertos desequilibrios internos (déficit de cuenta corriente, inflación, etc.), las perturbaciones derivadas de las idas y venidas de los flujos de capital internacionales (a su vez provocadas por la política monetaria de la Reserva Federal y otros bancos centrales de los países desarrollados) y la transformación y desaceleración de la economía china (que está frenando su consumo de materias primas). Posiblemente, la primera parte de 2016 constituya el valle de este ciclo y, contra el pesimismo ahora reinante, la recuperación no tarde en empezar. La estabilización de la economía china, en el sentido de conseguir el deseado y saludable cambio de modelo sin descarrilar, es un requisito básico. Si, como esperamos, eso es lo que ocurre, las condiciones serán propicias para el despliegue de fuerzas estructurales, en la propia China y en otros importantes países emergentes, que conducirán a un notable aumento de la demanda de crudo.

En efecto, más allá de los inevitables ciclos, es evidente que, desde que se superó la crisis asiática de la segunda mitad de la década de 1990, tanto el desarrollo industrial como el progreso social (expansión de las clases medias) ganaron consistencia en los países emergentes, de modo que muchos ya están cerca o han sobrepasado los umbrales que aceleran la demanda de transporte. Años atrás, el petróleo bien merecía su apodo de «oro negro», ya que era realmente prohibitivo. Pero los países no desarrollados cada vez tienen una cuota mayor del PIB mundial, tanto si se mide en paridad de poder adquisitivo como en dólares corrientes. Este progreso conlleva un aumento muy significativo de las flotas de vehículos industriales y, especialmente, la llegada de muchas familias a los niveles de renta que permiten la compra de un automóvil. Por ejemplo, en 2015, las ventas de vehículos privados en China alcanzaron los 15 millones (cerca de los 17 millones de EE. UU.). Dado que solo el 25% de las familias chinas dispone de automóvil (frente a un 95% en EE. UU.), todavía queda mucho recorrido por delante en ese país. Y a China le seguirán, en un futuro cercano, otros países como la India, Indonesia, Pakistán, Bangladés, Brasil o Turquía, que suman más de 2.000 millones de habitantes.

En las economías desarrolladas, el principal motivo para esperar cierto aumento de la demanda de crudo a medio plazo es de otra índole: las condiciones actuales de petróleo barato tienden a propiciar y consolidar hábitos de consumo sesgados hacia las gasolinas, a la vez que desincentivan la inversión (privada y pública) en eficiencia energética y en el desarrollo de fuentes alternativas (por ejemplo, en el ámbito del coche eléctrico). Posiblemente la magnitud de este factor no sea muy importante, en tanto que el precio de las gasolinas ha descendido mucho menos que el del crudo debido a los impuestos fijos que recaen sobre

Consumo y oferta mundial de petróleo

Millones de barriles diarios



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Energy Intelligence Group.

las primeras. Donde la influencia de los actuales precios bajos del petróleo va a percibirse con claridad a medio plazo es en el lado de la oferta. Para deprimirla. Las cifras de 2015 ponen de manifiesto que ya se está produciendo un retroceso brusco de la inversión en exploración y producción por parte de las compañías petroleras internacionales. Y también cabe esperar un descenso de los recursos financieros y técnicos destinados a los programas de investigación y desarrollo, que constituyen la fuente última de las mejoras de productividad en los yacimientos. Esto va a ir en detrimento de la capacidad de extracción de los próximos años. De hecho, hay motivos para pensar que este fenómeno va a ser más intenso que en el pasado. Uno es que el declive (por motivos geológicos, del número diario de barriles que se extraen de un pozo a no ser que se lleven a cabo inversiones adicionales para ahondar en la perforación o potenciar el bombeo) se manifiesta en la actualidad con una tasa (o velocidad) superior a la del pasado. Esto es así para los campos convencionales (porque ya han ido perdiendo mucha presión), pero sobre todo para los pozos de *shale oil* (muchos de los cuales suelen perder cada año nada menos que la mitad de producción diaria). Un segundo motivo también afecta con especial gravedad al segmento del *shale*: el descenso del precio del crudo ha sido tan brusco e inesperado que muchas empresas están en serios apuros financieros. Para ellas, recortar la inversión es un mal menor si consiguen sobrevivir. Pero muchas, ahogadas por la deuda, están sucumbiendo, con el consiguiente menoscabo del capital físico, humano y tecnológico en el conjunto del sector. Estos problemas se manifiestan también en determinados países productores que sufren desequilibrios macroeconómicos graves (déficits público y de cuenta corriente), necesidades sociales acuciantes y riesgos crecientes de inestabilidad política. Los casos de Rusia, Venezuela, Nigeria o Angola se cuentan entre los más preocupantes. Sometidos a semejante tesitura, sus respectivos Gobiernos se ven tentados a recortar las inversiones en capacidad extractora e incluso en mantenimiento de las instalaciones, lo que limitará la oferta dentro de no mucho tiempo. De hecho, con el agravante de la miopía característica de estos países, están apurando a muy corto plazo las posibilidades de producción, lo que contribuye a hundir aún más el precio actual. Paralelamente, intentan conseguir cierto respiro presionando a Arabia Saudí y a Irán para que asuman el sacrificio de contener la producción. Esto nos lleva al tercer gran determinante a medio plazo: el régimen competitivo entre los productores.

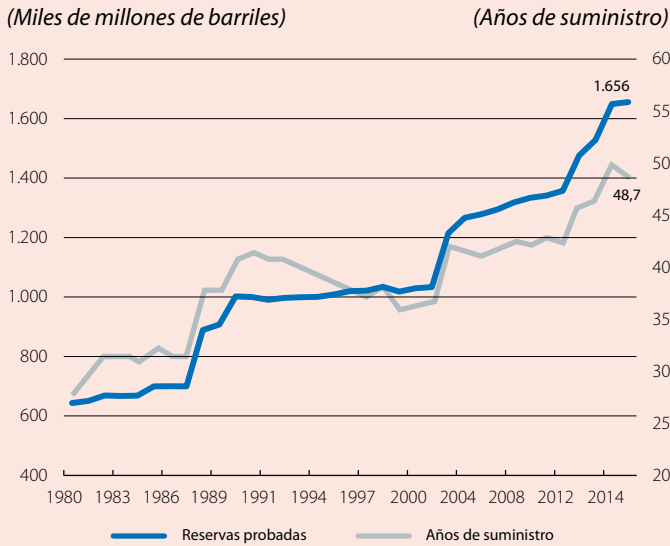
El factor clave para que el descenso del precio del crudo, que había empezado en 2011 y transcurría de forma muy gradual, se precipitara en el verano de 2014 fue el cambio de actitud de Arabia Saudí. Gracias a sus enormes reservas y a un bajísimo coste de extracción, el país puede absorber mejor que nadie los *shocks* transitorios que se producen en el mercado de crudo (*swing producer*). Eso es lo que hizo durante 2012-2013, cuando la llegada del *shale oil* al mercado empezó a ser relevante, y con el primer golpe a las economías emergentes (después del anuncio de la Reserva Federal sobre la finalización del QE). En el verano de 2014, los saudíes cambiaron la táctica de mantener el precio en la zona de 100 dólares por la de defender su cuota en la producción global. Es muy posible que tomaran esa decisión tras llegar a la conclusión de que la revolución *shale* no es un fenómeno efímero o marginal y que la ralentización de China y la fase de ajuste en otros emergentes no iban a ser cosa de unos pocos meses. Con dicho cambio, Arabia Saudí consigue dos objetivos. En primer lugar, frena a un competidor como el *shale* de EE. UU., cuyos costes de extracción son elevados y superan ahora el precio del petróleo. En segundo lugar, complica los planes de Irán de aumentar su producción ante la expectativa, recientemente confirmada, de que se levantarían las sanciones internacionales que le impedían vender libremente en el mercado. Irán tiene potencial (también por sus privilegiados volúmenes de reservas y costes de producción) para disputar a Arabia Saudí el liderazgo de la OPEP. Y, además de las consideraciones económicas, debe recordarse que la Arabia suní sostiene una creciente rivalidad político-religiosa con el Irán chií. Los propósitos saudíes van camino de cumplirse pero todavía no están asegurados, de modo que esta estrategia agresiva puede prolongarse durante algún tiempo (dispone de un buen colchón de divisas extranjeras y un nivel bajo de deuda pública). No obstante, la lógica indica que, conforme los productores de costes elevados como el *shale* vayan siendo expulsados, a la vez que la recuperación de los países emergentes se materialice, previsiblemente Arabia Saudí maniobrará para facilitar y aprovechar un contexto de precios más altos que los de ahora.

En suma, el crecimiento de la demanda de los emergentes, el retroceso actual de las inversiones en capacidad y la suavización de la rivalidad entre los productores son los tres motivos para esperar un aumento del precio del crudo a medio plazo. Nuestra previsión es de 70-75 dólares en 2020, un aumento considerable que supondría volver claramente por encima de la media histórica en términos reales. Este tipo de sobrereacción ya ha ocurrido en el pasado ante dinámicas análogas a la que presentamos, de hecho, para llegar a cotas por encima de 100 dólares que en esta ocasión no parece razonable esperar (requerirían grandes sorpresas en los factores mencionados, en particular, la expansión del parque automovilístico en los países emergentes).

La senda que podría seguir el precio hasta la referencia indicada es difícil de anticipar. Lo más probable es que sea un alza gradual desde la segunda mitad de este año, de la mano, en primer lugar, de la reactivación de la economía global, que se encuentra en una fase de desaceleración que también afecta a los países desarrollados. Los efectos de la subinversión y la expulsión del *shale*

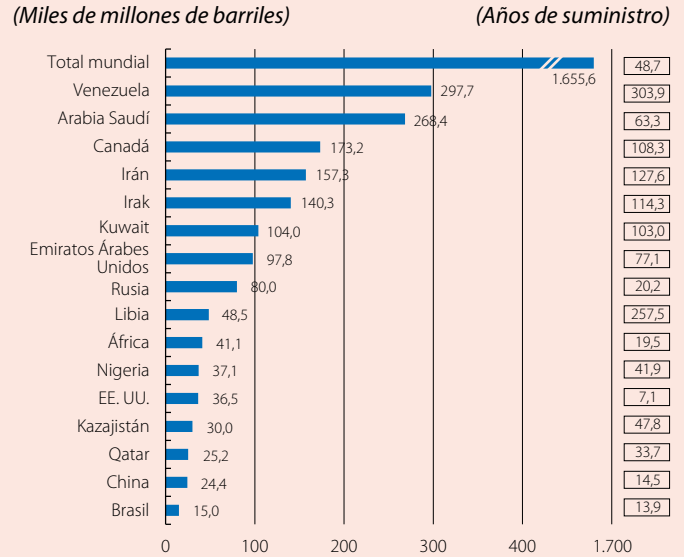
se empezarán a percibir en 2017 y serán poderosos desde 2018, lo cual propiciará un impulso adicional al precio. Pero la rivalidad Arabia Saudí-Irán y, a su alrededor, las decisiones del conjunto de la OPEP y de otros productores destacados como Rusia, constituyen una gran incógnita que tiene visos de generar, antes de reconducirse y en cualquier momento, fuertes dosis de volatilidad.

Evolución de las reservas probadas y de los años de suministro *



Nota: * El número de años de suministro se calcula tomando el dato de producción más reciente.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la EIA.

Reservas probadas por país y por años de suministro *



Nota: * El número de años de suministro se calcula tomando el dato de producción más reciente.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la EIA.

De hecho, la estrategia saudí (y de otros países de su órbita, como Kuwait o Qatar) también puede estar influida por un factor de largo plazo cuya relevancia, sin embargo, va agrandándose: las implicaciones del riesgo del cambio climático para el sector internacional de la energía. Como se ha expuesto en el artículo previo de este Dossier, no se descarta en absoluto la posibilidad de que gran parte de las reservas probadas de combustibles fósiles (petróleo, gas natural y carbón) queden para siempre bajo el suelo si, como cabe esperar, los Gobiernos y los agentes privados acaban haciendo suyo el objetivo de poner un tope absoluto a las emisiones de CO₂ liberadas a la atmósfera. El establecimiento de impuestos y restricciones al carbono, así como el fomento de programas públicos y privados de investigación en fuentes alternativas y eficiencia, pueden hacerla realidad. Ciertamente, un reto de esta magnitud requeriría largo tiempo, pero Arabia Saudí es consciente de que tiene reservas de crudo algo superiores a 60 años de su volumen actual de producción y que, a nivel global, la cifra alcanza casi los 50 años (véanse los gráficos dos y tres). En función del mapa de escenarios (económicos, políticos, tecnológicos, etc.) que esté contemplando, cabe la posibilidad de que la maximización del valor presente de todas sus ventas futuras le aconseje no sacrificar cuota y tolerar, o incluso propiciar, un precio que elimine o debilite a los rivales. De hecho, desde un enfoque de muy largo plazo, la competencia incluye también el resto de fuentes, como el carbón (que emite mucho más CO₂ pero es mucho más barato), el gas natural (que emite menos), la nuclear, la hidroeléctrica o las renovables. Las innovaciones tecnológicas desempeñarán un papel crucial en dicha competencia. En nuestra opinión, hoy por hoy sugieren que la dinámica de largo plazo del precio del petróleo no se alejará de la observada durante las últimas cuatro décadas: oscilaciones, previsiblemente tan fuertes o más que en el pasado, alrededor de un nivel estable en términos reales equivalente a unos 55 dólares actuales. De confirmarse, sería prolongar el comportamiento propio de un recurso agotable que no se agotará, validando la famosa cita del jeque Zaki Yamani, ministro saudí del Petróleo durante los convulsos años setenta y ochenta: «la Edad de Piedra no acabó porque se agotaran las piedras».

Departamento de Macroeconomía,
 Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank