

## Debilidad, *shale* y la estrategia de Arabia Saudí detrás de la sacudida del petróleo

El petróleo vuelve a erigirse como un factor clave en las perspectivas económicas a corto y medio plazo. Después de un periodo de relativa estabilidad (el barril Brent ha oscilado en torno a los 110 dólares en los últimos tres años), la brusca caída de más del 30% entre junio y noviembre ha cogido por sorpresa a la mayoría de analistas. ¿Hemos entrado en una etapa de petróleo «barato»? O, por el contrario, ¿viviremos una subida de precio tan fulminante como su descenso? Aunque la respuesta a una pregunta de este calibre va más allá de la intención de este artículo, la mera descripción de algunos de los elementos que han apoyado a este súbito movimiento puede darnos algunas pistas acerca de hacia dónde se dirigirán los precios en 2015.

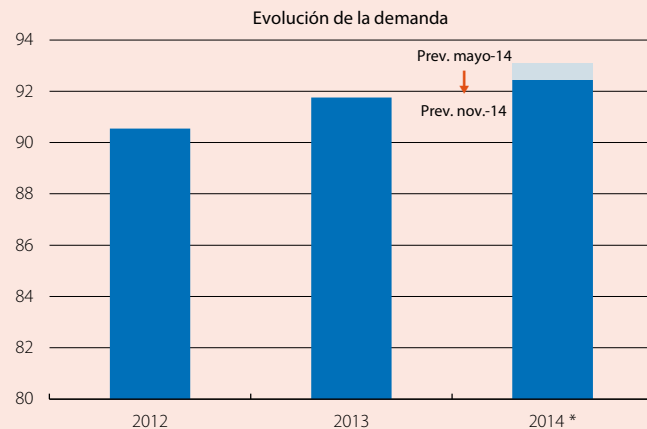
Sin lugar a dudas, esta corrección bajista supone un respiro para los países importadores de crudo. En particular para muchas de las economías de la eurozona, cuyos avances todavía se muestran tímidos. Al otro lado del espectro, los exportadores de petróleo sufren las consecuencias de un precio inesperadamente más barato. Una reducción de sus ingresos petroleros puede hacer peligrar la sostenibilidad de sus cuentas públicas, estrechamente ligadas a dichos ingresos, así como aumentar la presión sobre sus posiciones externas (deteriorando sus balanzas corrientes). En particular, el precio de equilibrio de sus saldos fiscales (precio en el que el saldo fiscal es cero) se sitúa significativamente por encima de los 85 dólares por barril en la mayoría de casos. Aunque, evidentemente, no todos tienen los mismos recursos para resistir un periodo de precios bajos. Así, a pesar de que el precio de equilibrio fiscal de Arabia Saudí se encuentre por encima de los 90 dólares, su elevado nivel de reservas internacionales y su capacidad de financiarse a bajo coste la colocan en una situación privilegiada frente a otros exportadores, como sería el caso de Irán, Venezuela o Nigeria, por poner el ejemplo de tres países que también forman parte del cartel petrolero de la OPEP.

La confluencia de factores de distinta índole, tanto de oferta como de demanda, ha favorecido el desplome del precio. Por el lado de la demanda, destaca el error de previsión en las perspectivas de su crecimiento para 2014. La Agencia Internacional de la Energía (IEA) esperaba un mayor crecimiento de la demanda de petróleo de la que finalmente se ha producido, un hecho que queda reflejado en las continuas revisiones a la baja en sus estimaciones, la última en octubre (véase el gráfico). El debilitamiento de las perspectivas globales, en especial, en la eurozona, y una mayor ralentización en las tasas de avance en Asia, principalmente en China, son dos factores que indudablemente han favorecido estas continuas rebajas de las previsiones.

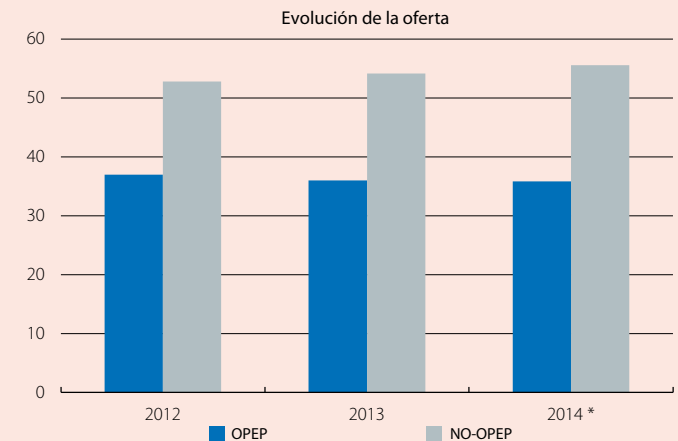
A todo ello hay que añadir el efecto del cierre de un elevado número de posiciones especulativas largas desde principios de verano en un contexto general de *risk-off* sobre las materias primas energéticas en general, y el crudo, en particular. Y también el efecto de una apreciación del dólar, que a corto plazo permite a los países exportadores mantener ingresos aun cuando se reduce el precio del barril.

### Desequilibrio entre oferta y demanda

(Millones de barriles diarios)



(Millones de barriles diarios)



Nota: \* Para 2014 los datos son una previsión.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del AIE y EIA.

En la esfera de la oferta, la vigorosa e inesperada vuelta de Libia a la escena petrolera internacional, después de las interrupciones en la producción por el conflicto armado que está padeciendo, junto con el aumento de la producción en Irán, Nigeria o Irak, han tenido un papel relevante. Sin embargo, dos actores han contribuido de manera destacada a esta contundente corrección: EE. UU. y Arabia Saudí. La revolución del petróleo (y del gas) de esquisto o *shale* ha situado nuevamente a EE. UU. en el centro del mapa mundial energético. A pesar de la relativa dispersión de las reservas internacionales de *shale*, la producción y la explotación actuales se concentran mayoritariamente en EE. UU. y Canadá. En particular, la producción de petróleo de esquisto estadounidense representa en torno al 35% de su producción total de crudo (frente al 5% en 2005) según la agencia norteamericana de energía (EIA). En la misma proporción se sitúa el *shale* gas, que copa también el 40% del total de gas producido en el país. Según la IEA, EE. UU. se convertiría en el primer productor mundial de petróleo antes de 2020, por delante de Arabia Saudí, e incluso desbancharía a Rusia en la producción de gas, pudiendo llegar a ser prácticamente autosuficiente energéticamente en torno al 2035.

A pesar de esta mayor oferta, Arabia Saudí no ha reducido ni un ápice su producción. Durante los últimos años, ha utilizado su posición privilegiada para mantener, en la medida de lo posible, una oferta mundial acorde con la demanda del momento, lo que ha ayudado a mantener el precio relativamente estable. Sin embargo, durante el verano y los primeros meses de otoño, cuando se materializaron los cambios antes comentados en la oferta y la demanda, el máximo productor de la OPEP (representa una tercera parte del total del cartel) no disminuyó su producción. Esta estrategia ha generado numerosas teorías económicas y geopolíticas. Unos precios bajos durante un periodo prolongado castigarían seriamente a Irán, rival de Arabia Saudí en una lucha religiosa y política entre chiíes (Irán) y suníes (Arabia Saudí) que lleva más de 30 años disputándose. Asimismo, por las características específicas de la industria del *shale*, se cree que un precio significativamente por debajo de los 100 dólares, como el actual, podría desalentar las inversiones de esquisto en EE. UU., lo cual ayudaría a Arabia Saudí a mantener su cuota de mercado. Sea cual sea el motivo, lo que está claro es que Arabia Saudí parece haber iniciado una guerra de precios bajos, lo que añade incertidumbre al curso que puede tomar en los próximos meses el precio del crudo.

Aunque poco probable, un freno en el *boom* de los hidrocarburos *shale* en EE. UU. tendría consecuencias económicas significativas tanto a nivel local (dentro de la propia economía estadounidense) como a nivel global. En EE. UU. las explotaciones de *shale* (tanto de petróleo como de gas) han dado un considerable empujón a la industria extractiva americana en un momento económico en el que muchos sectores industriales se encontraban en crisis. Según datos de la Oficina de Análisis Económico norteamericana, entre 2007 y 2013 la producción y el número de trabajadores del sector energético crecieron un 36% en ambos casos. Estos datos contrastan con la evolución de la producción y de la ocupación en el total de la economía estadounidense para el mismo periodo, que fue del 14% y el -2%, respectivamente. Aunque el modesto peso de dicho sector en el conjunto productivo estadounidense comporta que los efectos directos sean moderados, los posibles efectos indirectos que operan a través del entramado productivo y de consumo energético del país centran la atención de los analistas. En concreto, en un informe publicado recientemente, la Reserva Federal destaca que las industrias intensivas en energía se han beneficiado, y se beneficiarán, considerablemente de la bajada de precio del gas norteamericano y que, teniendo en cuenta que las empresas ajustan su proceso de producción de forma gradual, los efectos del *boom* todavía no son visibles en su totalidad. De ahí que, de momento, el incremento de la actividad manufacturera y el empleo estimado se sitúe en un todavía moderado 2-3%.<sup>1,2</sup> Asimismo, la revolución *shale* también debería reflejarse en una mejora del saldo exterior a medio plazo. Pues, a día de hoy, cerca del 50% de su déficit corriente proviene, precisamente, de sus necesidades energéticas.

A nivel global, el *shale* ha proporcionado una considerable estabilidad de precios en las franjas altas. El balance entre oferta y demanda ha sido siempre frágil, en especial por la relativa rigidez en la oferta ante una creciente demanda. En este contexto, el petróleo de esquisto ha aportado una nueva fuente de oferta de crudo con precios a partir de los 80-100 dólares. En términos económicos diríamos que ha aplanado la curva de oferta en la zona alta de precios. Ello ha permitido que la demanda aumente sin generar las presiones al alza en los precios que habíamos sufrido en el pasado. Lejos parecen quedar los 140 dólares por barril que se llegaron a pagar a mediados de 2008.

Un petróleo barato durante un tiempo relativamente largo que indujera a menores inversiones en explotaciones no convencionales en EE. UU. podría desbaratar la mejora productiva de numerosos sectores industriales del país norteamericano así como aumentar las fluctuaciones en los precios a nivel internacional. Aunque para un importador neto (como EE. UU.), una cotización más baja en el precio del petróleo debería ser una ventaja, un parón en la revolución *shale* petrolera podría comportar una importante ralentización en la revolución del *shale* gas estadounidense, muy importante para el sector industrial del país. El avance en las técnicas del *fracking* o fracturación hidráulica, usadas para liberar tanto petróleo como gas de esquisto, se ha visto claramente beneficiado por las abundantes explotaciones no solo de gas sino también de petróleo. Asimismo, numerosos depósitos subterráneos *shale* comparten importantes volúmenes de petróleo y de gas, con lo que una caída del precio del petróleo podría desbaratar las inversiones de este tipo de explotaciones y, por tanto, parte de la producción futura de gas. Por último, también destacan las ventajas que supone una menor dependencia energética ante la alta volatilidad del precio del crudo por las siempre presentes e imprevisibles tensiones geopolíticas.

Con todo, dos elementos actúan a favor de la continuidad en la revolución *shale*. En primer lugar, el rápido incremento de la productividad de las técnicas de *fracking* pone en duda que un precio relativamente barato como el actual pueda dejar fuera de juego al *shale*. En segundo lugar, las dificultades que la estrategia de precios bajos que Arabia Saudí imprime sobre numerosos miembros de la propia OPEP hace previsible que tarde o temprano el cartel petrolero acuerde bajadas en la oferta y, por tanto, que el precio del barril recupere parte del terreno perdido estos últimos meses. En este sentido, no hay que esconder que la decisión tomada el pasado 27 de noviembre de mantener sin cambios el techo de producción conjunta de la OPEP ha sido una sorpresa.

En definitiva, tras un inusualmente largo periodo de estabilidad del precio del petróleo, la confluencia de varios factores ha hecho volver la incertidumbre sobre qué curso tomará a corto y medio plazo. Todo apunta a que, como mínimo a corto plazo, se mantendrá en cotas más bajas que las que hemos visto los últimos años. De todas formas, ya sabemos cómo se las gasta el petróleo: tan pronto estás analizando por qué ha bajado o subido que ya está volviendo a subir o a bajar. Lo único seguro es que habrá que seguirlo de cerca.

Clàudia Canals y Madalen Castells Jauregui  
Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

1. Véase Melick, William R. (2014), «The Energy Boom and Manufacturing in the United States», FRB International Finance Discussion Paper.

2. La poca integración en el mercado del gas estadounidense al mercado internacional implica que su precio se determine por la oferta y la demanda local y que, por tanto, el *boom* del *shale* gas haya sido clave en su caída.