

Quins factors expliquen l'encariment del petroli?

El preu del petroli ha pujat més del 70% en els 12 últims mesos, des dels 45 dòlars per barril de Brent del juny del 2017 s'ha apropiat als 80 dòlars al maig del 2018. Així, després de tres anys de preus baixos, el cru ha tornat a nivells no vistos des del final del 2014. Quines són les forces que expliquen aquest encariment del petroli? Pot comprometre el creixement de l'economia mundial? Ho analitzem tot seguit.

Els factors que expliquen l'encariment del petroli

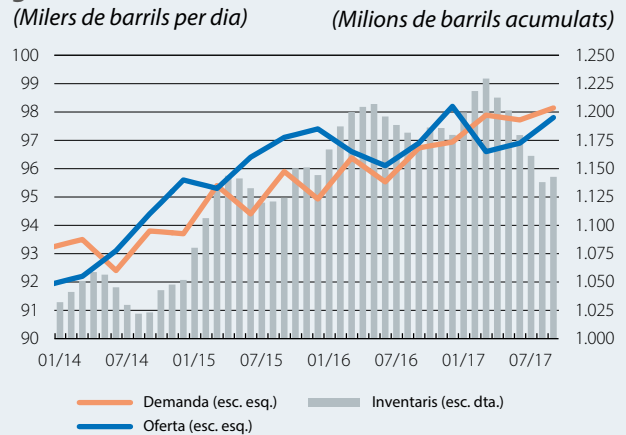
Al començament del 2017, el mercat de petroli es trobava en una situació en què l'oferta superava la demanda de forma persistent, i, d'aquesta manera, s'havia acumulat un important matalàs d'existències de cru (vegeu el primer gràfic). No obstant això, el preu del Brent s'havia recuperat de les caigudes del 2014 i del 2015 i es trobava estable al voltant dels 55 dòlars per barril. D'una banda, la recuperació responia a l'acord de retallada de la producció que l'OPEP i altres grans productors, com Rússia, havien tancat al novembre del 2016.¹ De l'altra, les existències acumulades oferien un matalàs de seguretat que reduïa la volatilitat del preu del petroli, ja que l'aïllava (parcialment) dels episodis d'inestabilitat geopolítica.

A partir del juny del 2017, però, el petroli va iniciar una forta senda alcista, empès tant pels factors d'oferta com de demanda. Pel costat de l'oferta, el primer gràfic mostra com l'acord de retallada de la producció entre els països de l'OPEP i els seus socis va aconseguir contenir i, fins i tot, reduir l'oferta mundial de petroli. És més, les retallades de la producció de cru han estat clarament superiors a les acordades, com queda reflectit al segon gràfic.² Enfront d'aquesta moderació de l'oferta, s'esperava que la producció de cru nord-americà repuntés amb força i contingüés el preu del Brent entre els 50 i els 60 dòlars. No obstant això, en els últims trimestres, la infraestructura petrolera dels EUA s'ha vist limitada per colls d'ampolla i no ha pogut compensar l'efecte de les retallades de l'OPEP.³

A la contenció de l'oferta es va afegir, pel costat de la demanda, un avanç vigorós de l'economia mundial, que va sorprendre en positiu i va provocar una important revisió a l'alça de les previsions de creixement. De fet, el tercer gràfic mostra una associació molt clara entre l'augment del preu del petroli i les millors perspectives per al PIB global. Finalment, la combinació d'aquestes dinàmiques d'oferta i demanda va comportar una reducció substan-

1. Per a una anàlisi de l'acord i de les causes que el van motivar, vegeu el Focus «Acord de productors de petroli: el retorn del càrtel», a l'IM01/2017.
 2. Una part d'aquest sobrecompliment (encara que no tot) és deguda a la forta crisi econòmica que pateix Veneçuela i al col·lapse de la seva producció de petroli: al maig del 2018, va subministrar 600.000 barrils diaris menys que al maig del 2017.
 3. Vegeu Kaplan, R. S. (2018) «A Perspective on Oil», discurs del 19 de juny.

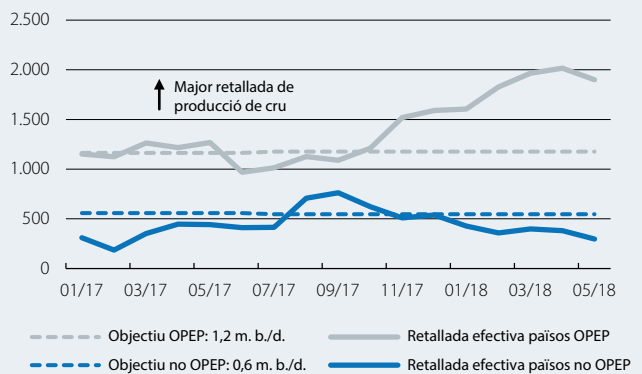
Petroli: oferta, demanda i inventaris globals



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Departament d'Energia dels EUA i de l'FMI.

Retallades de la producció de petroli: grau de compliment

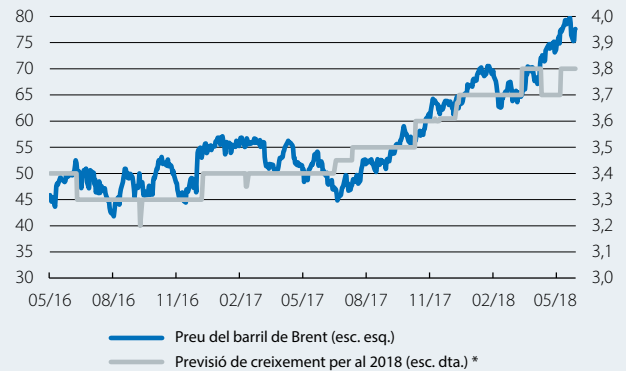
Retallades observades i retallades objectiu (milers de barrils per dia)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg, del Departament d'Energia dels EUA i de l'OPEP.

Preu del petroli i expectatives de creixement del PIB mundial

(Dòlars per barril de Brent) Variació interanual (%)



Nota: * Previsions del consens de Bloomberg.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

cial del matalàs d'existències de cru, la qual cosa explicaria la major volatilitat del preu del petroli i la seva renovada sensibilitat als riscos geopolítics. En aquest sentit, és probable que la recent reintroducció de les sancions econòmiques a l'Iran també hagi contribuït a l'increment del preu del cru (per l'impacte directe sobre les seves exportacions de petroli i per l'increment del risc de conflictes geopolítics a la regió del Golf Pèrsic).

Malgrat que hi ha consens sobre el paper jugat per tots aquests factors, no és clar quina ha estat la seva importància relativa, i les estimacions varien sensiblement en funció de la metodologia utilitzada. Per exemple, la Reserva Federal de Nova York descompon les fluctuacions del preu del petroli en factors d'oferta i de demanda a partir de la seva relació amb un univers de variables financeres. Els seus resultats, que reproduïm al quart gràfic, indiquen que la demanda seria responsable, gairebé, del 50% de l'augment del preu, mentre que l'oferta explicaria el 20% de l'increment (el model atribueix el 30% restant a altres factors que no pot explicar). D'altra banda, a partir de l'anàlisi de la producció i del consum passats de petroli, així com de l'acumulació d'existències (que reflecteixen les expectatives sobre l'equilibri futur entre oferta i demanda), recentment el BCE⁴ ha estimat que els factors d'oferta serien responsables d'una mica més del 60% del repunt, mentre que la demanda global hauria contribuït a l'alça del cru el 30% i la reducció d'existències hauria tendit a empènyer lleugerament a la baixa els preus.

Conseqüències sobre el creixement

L'impacte de l'encariment del preu del petroli sobre el creixement mundial dependrà de dos elements: i) dels factors responsables del moviment (oferta, demanda o altres) i ii) de l'equilibri entre l'impacte positiu sobre les economies exportadores de cru i el negatiu sobre les importadores de cru. Les estimacions tradicionals, com les de l'FMI que compartim al cinquè gràfic, assumeixen, implícitament, que les conseqüències negatives sobre els importadors de petroli (amb una major propensió marginal a consumir) han dominat sobre l'efecte positiu sobre la renda dels exportadors de petroli. No obstant això, mentre que aquestes estimacions s'han centrat en l'anàlisi de les conseqüències d'una reducció de l'oferta de petroli, acabem de veure que els factors de demanda han jugat un paper rellevant i, per tant, poden mitigar l'impacte negatiu del repunt del preu del petroli. En aquest sentit, l'estudi empíric de Cashin *et al.*⁵ mostra que un increment del preu del petroli per factors de demanda va associat a augments de l'activitat tant en economies exportadores com importadores, atès que és conseqüència d'una dinàmica positiva de l'economia global.

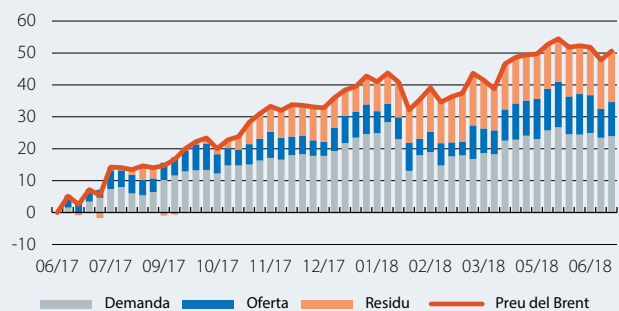
4. Vegeu Alonso, I. i Skudelny, F. (2018), «Are the recent oil price increases set to last?», al Butlletí Econòmic 02/2018 del BCE.
 5. Cashin *et al.* (2014), «The Differential Effects of Oil Demand and Supply Shocks on the Global Economy», Energy Economics.

Finalment, a més de l'efecte mitigant de la demanda, s'han produït altres canvis en els mecanismes de transmissió tradicionals. En primer lloc, el petroli ha perdut importància en la cadena de producció global, tant per la menor intensitat energètica del PIB com per la menor contribució del petroli al total d'energia consumida. En segon lloc, en l'actualitat, les economies exportadores de petroli tenen menors matalassos fiscals, de manera que, possiblement, la seva propensió a gastar els ingressos addicionals del petroli sigui més elevada. Finalment, la irrupció del sector del *shale* als EUA ha provocat que una part important de l'economia nord-americana es beneficiï ara dels preus més alts del petroli.

Així, en conjunt, tots aquests elements suggereixen que l'impacte de l'encariment del cru sobre l'economia mundial podria ser menor que l'estimat tradicionalment i ajuden a explicar per què el PIB global ha mantingut un avanç molt ferm en els últims trimestres.

Preu del petroli: descomposició en factors d'oferta i demanda

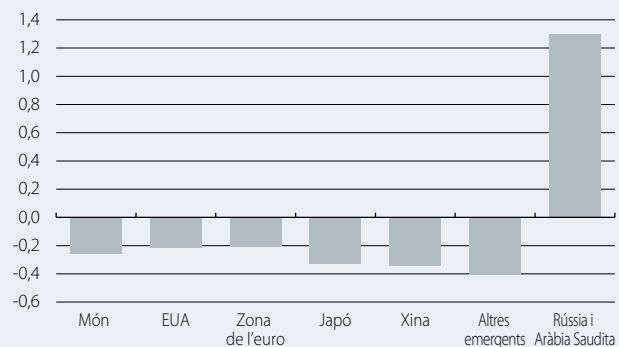
Desviació en relació amb el preu del 23 de juny del 2017 (%) *



Nota: * S'aproxima la desviació percentual per diferències logarítmiques. Atès que l'aproximació empitjora a mesura que augmenta la dimensió de la variació, la diferència logarítmica presentada en aquest gràfic no sempre coincideix amb la desviació percentual observada.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal de Nova York.

Impacte en el PIB d'un repunt del preu del petroli *

Canvi en el nivell de PIB a dos anys vista (%)



Nota: * Assumim un repunt del 10% en el preu del petroli per factors d'oferta.
Font: CaixaBank Research, a partir de les estimacions de l'FMI al «World Economic Outlook» de l'octubre del 2014.