

## ¿Qué hay detrás del encarecimiento del petróleo?

El precio del petróleo ha subido más de un 70% en los últimos 12 meses, desde los 45 dólares por barril de Brent de junio de 2017 hasta cerca de los 80 dólares en mayo de 2018. Así, después de tres años de bajos precios, el crudo ha vuelto a niveles no vistos desde finales de 2014. ¿Cuáles son las fuerzas detrás de este encarecimiento del petróleo? ¿Puede comprometer el crecimiento de la economía mundial? Lo analizamos a continuación.

### Los factores detrás del encarecimiento del petróleo

A principios de 2017, el mercado de petróleo se encontraba en una situación en la que la oferta excedía persistentemente a la demanda y, de este modo, se había acumulado un importante colchón de existencias de crudo (véase el primer gráfico). Sin embargo, el precio del Brent se había recuperado de las caídas de 2014 y 2015, y se encontraba estable alrededor de los 55 dólares por barril. Por un lado, la recuperación respondía al acuerdo de recorte de la producción que la OPEP y otros grandes productores, como Rusia, habían cerrado en noviembre de 2016.<sup>1</sup> Por el otro, las existencias acumuladas ofrecían un colchón de seguridad que reducía la volatilidad del precio del petróleo, al aislarlo (parcialmente) de los episodios de inestabilidad geopolítica.

A partir de junio de 2017, sin embargo, el petróleo inició una fuerte senda alcista, empujado tanto por factores de oferta como de demanda. Por el lado de la oferta, el primer gráfico muestra cómo el acuerdo de recorte de la producción entre los países de la OPEP y sus socios consiguió contener e incluso reducir la oferta mundial de petróleo. Es más, los recortes de la producción de crudo han sido claramente superiores a lo acordado, como queda reflejado en el segundo gráfico.<sup>2</sup> Frente a esta moderación de la oferta, se esperaba que la producción de crudo estadounidense repuntara con fuerza y contuviera el precio del Brent entre los 50 y 60 dólares. Sin embargo, en los últimos trimestres, la infraestructura petrolera de EE. UU. se ha visto limitada por cuellos de botella y no ha podido compensar el efecto de los recortes de la OPEP.<sup>3</sup>

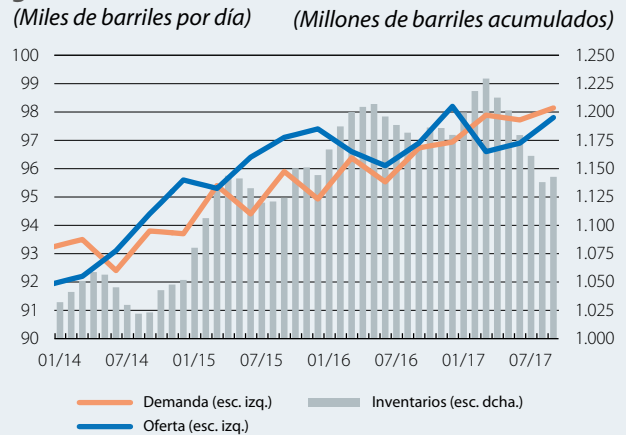
A la contención de la oferta se le sumó, por el lado de la demanda, un avance vigoroso de la economía mundial, que sorprendió en positivo y provocó una importante revisión al alza de las previsiones de crecimiento. De hecho, el tercer gráfico muestra una asociación muy clara entre el aumento del precio del petróleo y las mejores perspectivas para el PIB global. Por último, la combinación de estas

1. Para un análisis del acuerdo y las causas que lo motivaron, véase el Focus «Acuerdo de productores de petróleo: el retorno del cártel» en el IM01/2017.

2. Parte de este sobrecumplimiento (aunque no todo) se debe a la fuerte crisis económica que está sufriendo Venezuela y al colapso de su producción de petróleo: en mayo de 2018 suministró 600.000 barriles diarios menos que en mayo de 2017.

3. Véase Kaplan, R. S. (2018) «A Perspective on Oil», discurso del 19 de junio.

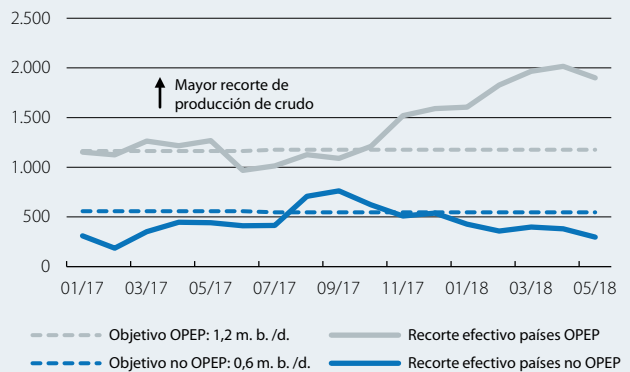
### Petróleo: oferta, demanda e inventarios globales



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Dept. de Energía de los EE. UU. y el FMI.

### Recortes de la producción de petróleo: grado de cumplimiento

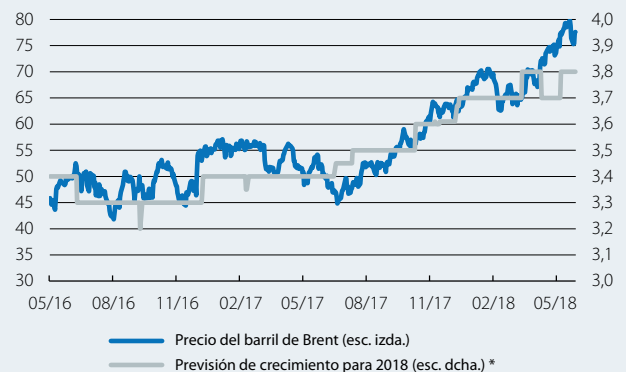
Recortes observados y recortes objetivo (miles de barriles por día)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg, Dept. de Energía de los EE. UU. y OPEP.

### Precio del petróleo y expectativas de crecimiento del PIB mundial

(Dólares por barril de Brent) Variación interanual (%)



Nota: \* Previsiones del consenso de Bloomberg.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

dinámicas de oferta y demanda dio lugar a una reducción sustancial del colchón de existencias de crudo, lo que explicaría la mayor volatilidad del precio del petróleo y su renovada sensibilidad a los riesgos geopolíticos. En este sentido, es probable que la reciente reintroducción de las sanciones económicas sobre Irán también haya contribuido al incremento del precio del crudo (no solo a través del impacto directo que tendrá sobre sus exportaciones de petróleo, sino también al incrementar el riesgo de conflictos geopolíticos en la región del Golfo Pérsico).

A pesar de que hay consenso sobre el papel jugado por todos estos factores, no está claro cuál ha sido su importancia relativa y las estimaciones varían sensiblemente en función de la metodología utilizada. Por ejemplo, la Reserva Federal de Nueva York descompone las fluctuaciones del precio del petróleo en factores de oferta y demanda a partir de su relación con un universo de variables financieras. Sus resultados, que reproducimos en el cuarto gráfico, indican que la demanda sería responsable de cerca del 50% del aumento del precio, mientras que la oferta explicaría un 20% del incremento (el modelo atribuye el 30% restante a otros factores que no puede explicar). Por otro lado, a partir del análisis de la producción y el consumo de petróleo pasados, así como de la acumulación de existencias (que reflejan las expectativas sobre el equilibrio futuro entre oferta y demanda), recientemente el BCE<sup>4</sup> ha estimado que los factores de oferta serían responsables de algo más de un 60% del repunte, mientras que la demanda global habría contribuido al alza del crudo en un 30% y la reducción de existencias habría tendido a empujar ligeramente a la baja los precios.

**Consecuencias sobre el crecimiento**

El impacto del encarecimiento del precio del petróleo sobre el crecimiento mundial dependerá de dos elementos: i) los factores responsables del movimiento (oferta, demanda u otros) y ii) el equilibrio entre el impacto positivo sobre las economías exportadoras de crudo y el negativo en las importadoras de crudo. Las estimaciones tradicionales, como las del FMI que compartimos en el quinto gráfico, implícitamente asumen que las consecuencias negativas sobre los importadores de petróleo (con una mayor propensión marginal a consumir) han dominado al efecto positivo sobre la renta de los exportadores de petróleo. Sin embargo, mientras que estas estimaciones se han centrado en analizar las consecuencias de una reducción de la oferta de petróleo, acabamos de ver que los factores de demanda han jugado un papel relevante y, por lo tanto, pueden mitigar el impacto negativo del repunte del precio del petróleo. En este sentido, el estudio empírico de Cashin *et al.*<sup>5</sup> muestra que un incremento del precio del petróleo por factores de demanda va asociado

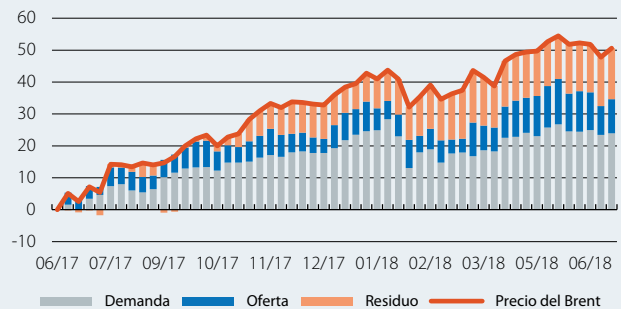
a aumentos de la actividad tanto en economías exportadoras como importadoras, dado que es consecuencia de una dinámica positiva de la economía global.

Finalmente, además del efecto mitigante de la demanda, se han producido otros cambios en los mecanismos de transmisión tradicionales. En primer lugar, el petróleo ha perdido importancia en la cadena de producción global, tanto por la menor intensidad energética del PIB como por la menor contribución del petróleo al total de energía consumida. En segundo lugar, actualmente las economías exportadoras de petróleo tienen menores colchones fiscales, por lo que, posiblemente, su propensión a gastar los ingresos adicionales del petróleo sea mayor. Por último, la irrupción del sector del *shale* en EE. UU. ha provocado que una parte importante de la economía estadounidense ahora se beneficie de los mayores precios del petróleo.

Así, en conjunto, todos estos elementos sugieren que el impacto del encarecimiento del crudo sobre la economía mundial podría ser menor que el estimado tradicionalmente y ayudan a explicar por qué el PIB global ha mantenido un avance muy firme en los últimos trimestres.

**Precio del petróleo: descomposición en factores de oferta y demanda**

Desviación respecto al precio del 23 de junio de 2017 (%) \*

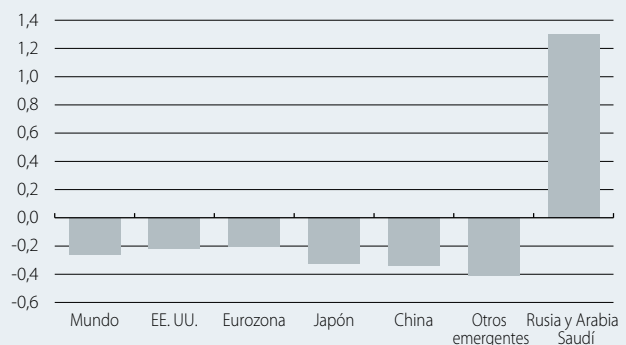


**Nota:** \* Se aproxima la desviación porcentual por diferencias logarítmicas. Dado que la aproximación empeora a medida que aumenta el tamaño de la variación, la diferencia logarítmica presentada en este gráfico no siempre coincide con la desviación porcentual observada.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de Nueva York.

**Impacto en el PIB de un repunte del precio del petróleo \***

Cambio en el nivel de PIB a dos años vista (%)



**Nota:** \* Asumimos un repunte del 10% en el precio del petróleo por factores de oferta.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de estimaciones del FMI en el «World Economic Outlook» de octubre de 2014.

4. Véase Alonso, I. y Skudelny, F. (2018), «Are the recent oil price increases set to last?» en el Boletín Económico 02/2018 del BCE.

5. Cashin *et al.* (2014), «The Differential Effects of Oil Demand and Supply Shocks on the Global Economy», Energy Economics.