

## Petroli: ajuntant les peces del trencaclosques

- Al desembre, l'OPEP va anunciar noves retallades a la producció per reduir la bretxa entre l'oferta i la demanda al mercat de cru. Aquesta bretxa s'ha produït, sobretot, per un augment de la demanda inferior a l'esperat.
- De cara al 2020, la incertesa sobre el creixement econòmic i els clàssics factors d'oferta (retallades de l'OPEP, tensions geopolítiques i indústria del *shale*) poden introduir volatilitat al mercat del petroli.

Al començament del mes de desembre del 2019, l'OPEP i els seus aliats (OPEP+) van decidir reduir encara més la producció de petroli. En concret, van augmentar en 0,5 milions de barrils diaris (mb/d) les retallades imposades al desembre del 2018, de manera que ara se situen en 1,7 mb/d en relació amb els nivells de l'octubre d'aquell mateix any. Amb aquesta acció, **el càrtel persegueix sostenir el preu del petroli lleugerament per damunt dels 60 dòlars. Ho aconseguirà?** Tot seguit, construirem el trencaclosques del que ha succeït el 2019 i veurem si, amb les mateixes peces, es pot muntar el del 2020.

### 2019: el Brent al so de la demanda...

Els dubtes sobre la demanda han marcat l'evolució del petroli al llarg de tot l'any 2019. Després d'unes fortes turbulències financeres al final del 2018 (motivades pel temor a una desacceleració brusca de l'activitat mundial), el gir acomodatiu dels principals bancs centrals i un to (aparentment) més constructiu en el conflicte comercial entre els EUA i la Xina en els primers compassos del 2019 van atenuar els primers temors de feblesa econòmica i van impulsar una recuperació del sentiment inversor. Així, l'any va començar amb una recuperació de les perspectives de demanda i amb un **rally sostingut del preu del barril de Brent**, que va arribar a augmentar més de 20 dòlars i va assolir els 74 dòlars. L'embranchida del sentiment queda ben il·lustrada al primer gràfic, on s'observa com el preu del barril de Brent va mimetitzar la pujada de la borsa nord-americana en el primer semestre del 2019.<sup>1</sup>

No obstant això, abans de l'estiu, les preocupacions sobre la demanda van tornar a escena amb la intensificació de les tensions comercials entre els EUA i la Xina. **Els nous temors a una desacceleració brusca de l'activitat mundial i l'observació d'un augment sostingut en els inventaris de cru van generar dubtes sobre la solidesa de la demanda de petroli.** Tot plegat es va traduir en una rebaixa de les previsions de demanda de petroli esperada per als següents trimestres. Per exemple, mentre que, a l'octubre del 2018, l'OPEP preveia un augment de la demanda d'1,4 mb/d el 2019, en l'últim informe (novembre del 2019), la previsió s'ha reduït fins als 1,0 mb/d. Que aquesta rebaixa de les expectatives s'explica per la desac-

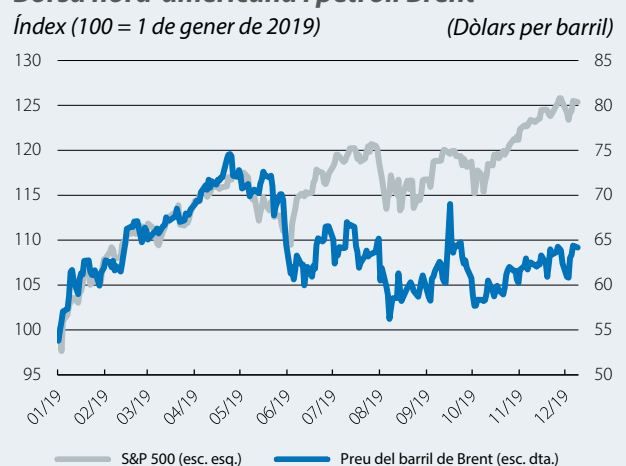
celeració del PIB mundial queda ben il·lustrat amb un senzill exercici: si estimem la sensibilitat de la demanda de petroli als canvis en el creixement econòmic de les economies avançades i emergents, obtenim resultats similars. En concret, segons el creixement econòmic previst al final del 2018, la demanda de petroli hauria d'haver augmentat el 2019 en 1,2 mb/d. No obstant això, les nostres previsions de PIB més recents impliquen que només augmentarà en 0,8 mb/d. A més a més, l'exercici ens indica que la caiguda de la demanda esperada es va produir, principalment, als països de l'OCDE, perquè, amb anterioritat, s'esperava que augmentessin el consum en 0,15 mb/d, mentre que les últimes projeccions suggereixen que l'acabaran reduint en 0,19 mb/d.

Així mateix, aquesta dinàmica també s'observa en les previsions per al 2020. Mentre que, al final del 2018, preveïem una demanda de 101,9 mb/d, el 2020, la sensibilitat històrica del creixement econòmic i la demanda de cru suggereixen que només serà de 101,2 mb/d, xifra equivalent a un augment interanual d'1,2 mb/d (en lloc dels 1,4 mb/d previstos inicialment).

### ...malgrat les tensions geopolítiques

En el segon tram de l'any, el preu del barril de Brent es va mostrar molt més estable i va fluctuar prop dels 60 dòlars. No obstant això, un episodi turbulent en el tram final de setembre ens va recordar que **les tensions geopolítiques a l'Orient Mitjà poden ser disruptives al mercat del petroli.** Aquest cop, a més de sabotatges en vaixells mer-

### Borsa nord-americana i petroli Brent



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

1. A més a més, alguns elements vinculats a l'oferta, com les retallades de producció de l'OPEP+ i els colls d'ampolla en les infraestructures de la indústria del *shale*, van afavorir aquest repunt del preu. Per a més detalls, vegeu «La muntanya russa del petroli: pujada, baixada i ara què?», a l'IM09/2019.

cants prop de l'estret d'Ormuz,<sup>2</sup> el mercat va veure com era possible atacar infraestructures estratègiques. En concret, un grup rebel iemenita va atacar la refinaria més gran de l'Àrabia Saudita i va danyar gairebé la meitat de la capacitat productiva del país, la qual cosa equival al 5% de la producció mundial. L'impacte sobre el preu del petroli d'aquest *shock* no va ser gens menyspreable,<sup>3</sup> però va durar pocs dies: els inventaris de cru acumulats al llarg dels últims anys van esmoreir el que, en altres períodes, amb un mercat de petroli més saturat, hauria pogut ser un *shock* d'oferta molt més significatiu.

**I, el 2020, què pot passar?**

El consens d'analistes apunta al fet que, **el 2020, el preu del barril de Brent es mantindrà estable entre els 60 i els 65 dòlars**, una visió que compartim. D'una banda, la producció de *shale* actua com un fre a l'alça del preu del petroli. Atès que el preu de ruptura de la indústria del *shale* és una mica més elevat que en altres fonts de producció,<sup>4</sup> si el preu del barril de Brent augmentés a cotes elevades, caldria esperar un repunt de l'oferta de *shale* per part dels pous que necessiten preus més alts per ser rendibles. Així, aquesta reacció fa menys probable que es produeixin desviacions per damunt dels 70 dòlars per barril de manera sostinguda.

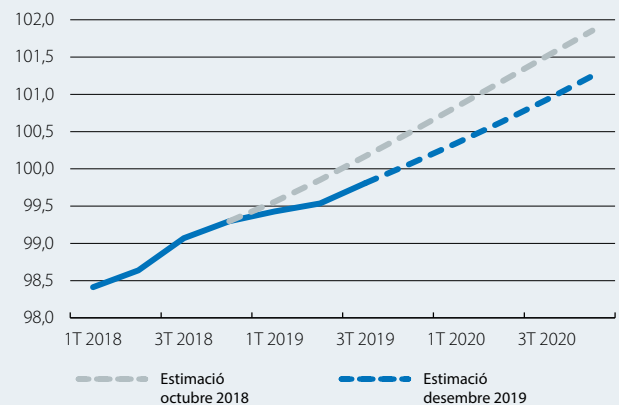
D'altra banda, amb la seva última decisió, l'OPEP ha canviat una mica l'estratègia. En concret, en aquesta reunió, el càrter va augmentar la magnitud de les retallades, però no les va prolongar més enllà del març. Amb això, l'OPEP aconsegueix empènyer a l'alça el preu al comptat del cru sense moure gaire el dels contractes futurs (vegeu l'últim gràfic). I és que, com ho vam analitzar en el passat,<sup>5</sup> **l'OPEP se sent més còmoda amb el mercat de petroli en *backwardation*** (és a dir, amb un preu al comptat més alt que el preu a futur), ja que és una situació menys favorable per als productors de *shale*, el model productiu dels quals depèn més dels preus a futur. No obstant això, les retallades anunciades per l'OPEP i pels seus socis no garanteixen l'estabilitat de l'oferta: de fet, els països s'han desviat de forma sostinguda de l'acord (retallant més en el cas de l'OPEP i menys en el cas dels no OPEP).

Finalment, serà clau veure com evoluciona la demanda de petroli. Hem vist que, el 2019, la demanda va ser la peça clau en els moviments del preu del barril de Brent. De cara al 2020, s'espera una mica més de dinamisme en l'activitat mundial, reflex d'una desacceleració suau en economies

2. Àrea estratègica al golf Pèrsic per on circula gairebé el 20% del petroli mundial.  
 3. El barril de Brent es va arribar a encarir més del 15% en una sessió, en el que va ser l'augment diari més important des de l'esclat de la guerra del Golf el 1990.  
 4. De mitjana, el preu del barril West Texas (una mica més baix que el Brent en els últims anys) a partir del qual és rendible un pou a la indústria del *shale* als EUA és de 50 dòlars, mentre que, a l'Àrabia Saudita, el preu de ruptura és inferior als 10 dòlars.  
 5. Per a més detalls, vegeu «El dilema de l'OPEP i el final del contango al mercat del cru», a l'IM09/2017.

**Demanda mundial de petroli**

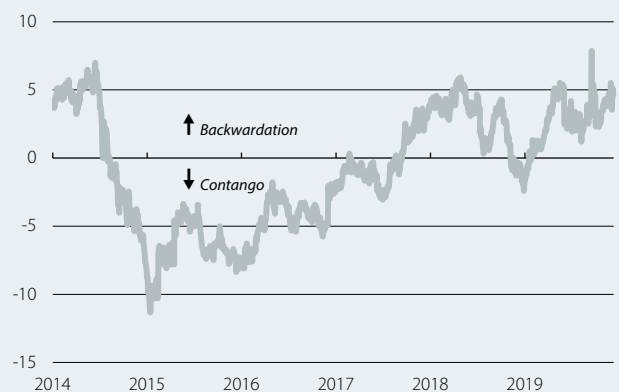
Milions de barrils diaris (mb/d)



**Nota:** Mitjana mòbil de quatre trimestres.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de l'Agència Internacional de l'Energia.

**Diferència entre el preu al comptat i a futur a 12 mesos del barril de Brent**

(Dòlars)



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

com els EUA i la Xina, de la continuïtat d'un creixement moderat a la zona de l'euro i de la recuperació de les economies emergents que, el 2019, van evolucionar pitjor del que s'esperava. Això hauria de donar suport a la demanda de petroli i apuntalar el preu en les cotes comentades més amunt. No obstant això, com ho demostra l'experiència del 2019, **la incertesa sobre les expectatives de creixement econòmic podria ser, de nou, un factor de volatilitat per al petroli.**

En suma, sembla clar que **les principals peces del trencaclosques del 2019 persistiran el 2020** (OPEP, tensions geopolítiques, creixement econòmic i indústria del *shale*). Com és tradició al mercat del petroli, totes elles poden acabar encaixant en múltiples configuracions. A més a més, noves peces, com, per exemple, regulacions mediambientals més estrictes sobre les emissions de carboni o sobre el consum de plàstic d'un sol ús, poden guanyar protagonisme en els propers anys.

Ricard Murillo Gili