

Petróleo: juntando las piezas del rompecabezas

- En diciembre, la OPEP anunció nuevos recortes a su producción para reducir la brecha entre la oferta y la demanda en el mercado de crudo. Esta se ha producido, sobre todo, por un aumento de la demanda menor de lo esperado.
- De cara a 2020, la incertidumbre alrededor del crecimiento económico junto con los clásicos factores de oferta (recortes de la OPEP, tensiones geopolíticas e industria del *shale*) pueden introducir volatilidad en el mercado del petróleo.

A principios de diciembre de 2019, la OPEP y sus aliados (OPEP+) decidieron reducir todavía más la producción de petróleo. En concreto, aumentaron en 0,5 millones de barriles diarios (mb/d) los recortes impuestos en diciembre de 2018 y se sitúan ahora en 1,7 mb/d con respecto a los niveles de octubre de aquel mismo año. Con esta acción, el **cártel persigue sostener el precio del petróleo ligeramente por encima de los 60 dólares. ¿Lo conseguirá?** A continuación, construiremos el rompecabezas de lo sucedido en 2019 y veremos si con las mismas piezas se puede montar el de 2020.

2019: el Brent al son de la demanda...

Las dudas sobre la demanda han marcado la evolución del petróleo a lo largo de todo el año 2019. Tras unas fuertes turbulencias financieras a finales de 2018 (motivadas por el temor a una desaceleración brusca de la actividad mundial), el giro acomodaticio de los principales bancos centrales y un tono (aparentemente) más constructivo en el conflicto comercial entre EE. UU. y China en los primeros compases de 2019 atenuaron los primeros temores de debilidad económica e impulsaron una **recuperación del sentimiento inversor**. Así, el año comenzó con una **recuperación de las perspectivas de demanda y un rally sostenido del precio del barril de Brent**, que llegó a aumentar más de 20 dólares hasta alcanzar los 74 dólares. El empuje del sentimiento queda bien ilustrado en el primer gráfico, donde se observa cómo el precio del barril de Brent mimetizó la subida de la bolsa estadounidense en el primer semestre de 2019.¹

Sin embargo, antes del verano, las preocupaciones sobre la demanda volvieron a escena con el recrudecimiento de las tensiones comerciales entre EE. UU. y China. **Los nuevos temores a una desaceleración brusca de la actividad mundial y la observación de un aumento sostenido en los inventarios de crudo generaron dudas sobre la solidez de la demanda de petróleo**. Todo ello se tradujo en una rebaja de las previsiones de demanda de petróleo esperada para los siguientes trimestres. Por ejemplo, mientras que en octubre de 2018 la OPEP preveía un aumento de la demanda de 1,4 mb/d en 2019, en su último informe (noviembre de 2019) la previsión se ha reducido

hasta los 1,0 mb/d. Que esta rebaja de las expectativas se explica por la desaceleración del PIB mundial queda bien ilustrado con un sencillo ejercicio: si estimamos la sensibilidad de la demanda de petróleo a cambios en el crecimiento económico de las economías avanzadas y emergentes, obtenemos resultados similares. En concreto, según el crecimiento económico que preveíamos a finales de 2018, la demanda de petróleo debería haber aumentado en 2019 en 1,2 mb/d. Sin embargo, nuestras previsiones de PIB más recientes implican que solamente aumentará en 0,8 mb/d. Además, el ejercicio nos indica que la caída de la demanda esperada se produjo principalmente en los países de la OCDE, pues anteriormente se esperaba que aumentasen su consumo en 0,15 mb/d, mientras que las últimas proyecciones sugieren que lo acabarán reduciendo en 0,19 mb/d.

Asimismo, esta dinámica también se observa en las previsiones para 2020. Mientras que a finales de 2018 preveíamos una demanda de 101,9 mb/d en 2020, la sensibilidad histórica del crecimiento económico y la demanda de crudo sugiere que solamente será de 101,2 mb/d, lo que equivale a un aumento interanual de 1,2 mb/d (en lugar de los 1,4 mb/d previstos inicialmente).

...pese a las tensiones geopolíticas

En el segundo tramo del año, el precio del barril de Brent se mostró mucho más estable y fluctuó cerca de los 60 dólares. No obstante, un episodio turbulento en el tramo final de septiembre nos recordó que **las tensiones geopo-**

Bolsa estadounidense y petróleo Brent



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

1. Además, algunos elementos por el lado de la oferta, como los recortes de producción de la OPEP+ y los cuellos de botella en las infraestructuras de la industria del *shale*, favorecieron este repunte del precio. Para más detalles, véase «[La montaña rusa del petróleo: subida, bajada y ¿ahora qué?](#)» en el IM09/2019.

líticas en el Oriente Medio pueden ser disruptivas en el mercado del petróleo. Esta vez, además de sabotajes en buques mercantes cerca del estrecho de Ormuz,² el mercado vio cómo era posible atacar a infraestructuras estratégicas. En concreto, un grupo rebelde yemenita atacó la mayor refinería de Arabia Saudí, dañando cerca de la mitad de la capacidad productiva del país, lo que equivale al 5% de la producción mundial. El impacto sobre el precio del petróleo de este *shock* no fue para nada desdeñable,³ pero duró pocos días: los inventarios de crudo acumulados a lo largo de los últimos años acolcharon lo que en otros periodos, con un mercado de petróleo más saturado, habría podido ser un *shock* de oferta mucho más significativo.

Y en 2020, ¿qué puede pasar?

El consenso de analistas apunta a que el precio del barril de Brent en 2020 se mantendrá estable entre los 60 y los 65 dólares, una visión que compartimos. Por un lado, la producción de *shale* actúa como un freno al alza del precio del petróleo. Dado que el precio de ruptura de la industria del *shale* es algo más elevado que otras fuentes de producción,⁴ si el precio del barril de Brent aumentara a cotas elevadas, cabría esperar un repunte de la oferta de *shale* por parte de aquellos pozos que necesitan mayores precios para ser rentables. Así, esta reacción hace menos probable que se produzcan desviaciones por encima de los 70 dólares por barril de manera sostenida.

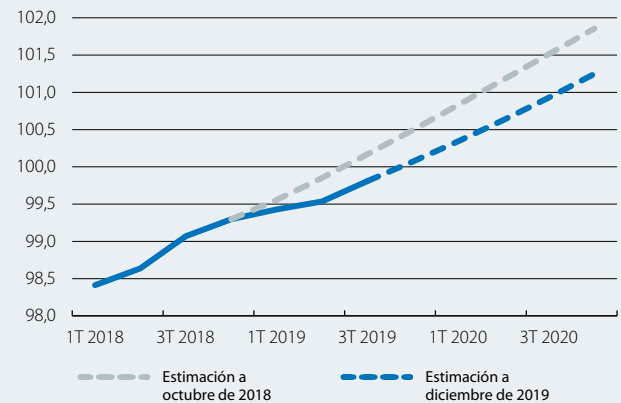
Por otro lado, con su última decisión, la OPEP ha cambiado algo su estrategia. En concreto, en esta reunión, el cártel aumentó la magnitud de los recortes pero no los prolongó más allá de marzo. Con ello, la OPEP consigue empujar al alza el precio al contado del crudo sin mover en exceso el de los contratos futuros (véase el último gráfico). Y es que, como analizamos en el pasado,⁵ la OPEP se siente más cómoda con el mercado de petróleo en *backwardation* (esto es, con un precio al contado más alto que el precio a futuro), dado que es una situación menos favorable para los productores de *shale*, cuyo modelo productivo depende más de los precios a futuro. Sin embargo, los recortes anunciados por la OPEP y sus socios no son garantía de una estabilidad de la oferta: de hecho, los países se han desviado sostenidamente del acuerdo (recortando más en el caso de la OPEP y menos en el caso de los no OPEP).

Por último, será clave ver cómo evoluciona la demanda de petróleo. Hemos visto que en 2019 la demanda fue la pieza clave en los movimientos del precio del barril de Brent. De cara a 2020, se espera algo más de dinamismo en la

2. Área estratégica en el golfo Pérsico por donde circula cerca del 20% del petróleo mundial.
 3. El barril de Brent llegó a encarecerse más de un 15% en una sesión, en lo que supuso el mayor aumento diario desde el estallido de la guerra del Golfo en 1990.
 4. En promedio, el precio del barril West Texas (algo más bajo que el Brent en los últimos años) a partir del cual es rentable un pozo en la industria del *shale* en EE. UU. es de 50 dólares, mientras que en Arabia Saudí el precio de ruptura es inferior a los 10 dólares.
 5. Para más detalles véase «El dilema de la OPEP y el fin del contango en el mercado del crudo» en el IM09/2017.

Demanda de petróleo mundial

Millones de barriles diarios (mb/d)

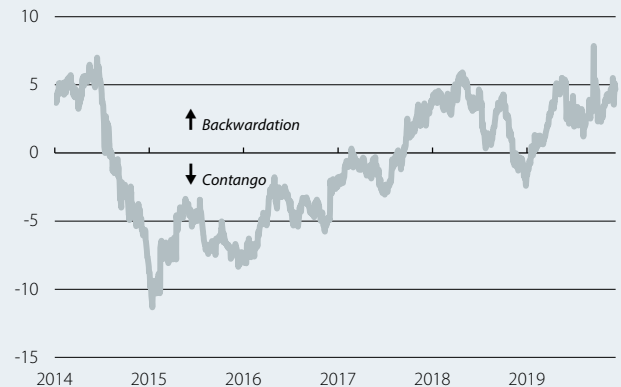


Nota: Media móvil de cuatro trimestres.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Agencia Internacional de la Energía.

Diferencia entre precio al contado y a futuro a 12 meses del barril de Brent

(Dólares)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

actividad mundial, reflejo de una desaceleración suave en economías como EE. UU. y China, la continuidad de un crecimiento moderado en la eurozona y la recuperación de las economías emergentes que tuvieron un desempeño peor de lo esperado en 2019. Ello debería respaldar la demanda de petróleo y apuntalar el precio en las cotas comentadas anteriormente. Sin embargo, como demuestra la experiencia de 2019, la incertidumbre alrededor de las expectativas de crecimiento económico podría ser, de nuevo, un factor de volatilidad para el petróleo.

En suma, parece claro que las principales piezas del rompecabezas de 2019 volverán a estar en el de 2020 (OPEP, tensiones geopolíticas, crecimiento económico e industria del *shale*). Como es tradición en el mercado del petróleo, todas ellas pueden terminar encajando en múltiples configuraciones. Además, nuevas piezas como, por ejemplo, regulaciones medioambientales más estrictas sobre las emisiones de carbono o sobre el consumo de plástico de un solo uso pueden ganar protagonismo en los próximos años.

Ricard Murillo Gili