

Tribuna Profesional

EL MERCADO DE PETRÓLEO EN 2008

Barclays Capital

Barclays Capital es la división de banca de inversión del Grupo Barclays, que cuenta con una calificación crediticia a largo plazo de AA- y un balance de 1.200 miles de millones de £ (casi .600 miles de millones de €). Barclays Capital ofrece a sus clientes soluciones a sus necesidades de financiación y de gestión de riesgos financieros. En particular, Barclays Capital es una de las entidades líderes tanto a nivel mundial como en España en gestión de riesgos de materias primas, área en la que cuenta con más de 30 años de experiencia y capacidad operativa las 24 horas del día desde las mesas de materias primas de Londres, Nueva York y Singapur. Asimismo, Barclays Capital es una de las entidades más activas en estructuras financieras para el sector naval español ("tax lease" e implementación del Real Decreto 442/1994), habiendo completado más de 60 operaciones en los últimos 4 años. Barclays Capital opera en 29 países, cuenta con aproximadamente 16.200 empleados y tiene el alcance global y la capacidad de distribución necesaria para satisfacer las necesidades de sus clientes en todo el mundo.

La escalada y volatilidad de los precios del petróleo a lo largo de 2008 ha sido espectacular. El año 2008 se inició con el precio del crudo cotizando por debajo de 100 \$/barril y desde entonces comenzó una subida sin precedentes, cuyo pico se situó a primeros de julio en 147 \$/barril. Sin embargo, esto no representó el final de las fuertes oscilaciones en el precio del crudo. En julio y agosto el petróleo disminuyó hasta niveles por debajo de 110 \$/barril, lo que supone una caída de más del 25% desde máximos históricos. Pese a esta fuerte volatilidad, pensamos que el petróleo se ha comportado de manera racional en lo que llevamos de año. Habiendo subido de manera quizás un poco exagerada en los primeros meses, debido a una serie de acontecimientos y dinámicas de mercado coyunturales, se produjo a continuación una corrección eficiente de los precios. Este movimiento bajista se ha desarrollado de una manera ordenada y no ha sido, en nuestra opinión, un pinchazo de una burbuja de precios. Simplemente ha supuesto un ajuste hacia un rango cercano al precio de equilibrio a largo plazo.

La escala y violencia en el movimiento de los precios durante 2008 no tiene precedentes

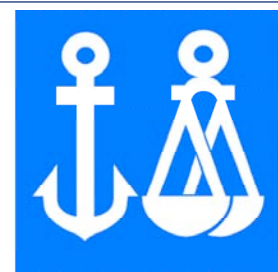
A día de hoy, existe un desajuste entre la oferta y la demanda de petróleo. La demanda es mayor que la oferta, lo cual ha sido el principal detonante de las alzas en los precios del crudo. El acontecimiento más destacado en los últimos tres años en esta relación oferta-demanda ha sido una sorprendente estabilidad en el desajuste existente entre ambas. La respuesta de la oferta a una década de aumentos en los precios del crudo ha sido muy débil, y la demanda se ha comportado de

manera inelástica al encarecimiento del precio del crudo. Es muy común leer opiniones que sugieren que nada ha ocurrido en el mercado durante los últimos años que justifique estas alzas en los precios, y que por tanto, el petróleo está sobrevalorado. Sin embargo, pensamos que este argumento está siendo formulado al revés. Es precisamente porque nada destacable ha ocurrido y porque no ha habido ningún cambio importante en la oferta ni en la demanda, la razón por la cual el petróleo ha continuado su escalada alcista en busca de un precio de equilibrio a largo plazo. En otras palabras, la falta de impacto de los altos precios en la demanda ha sido el principal impulsor de las subidas en los precios del oro negro.

Los balances globales en la relación oferta vs demanda muestran una estructura similar a años anteriores

Tribuna Profesional cuenta con el patrocinio de:

DET NORSKE VERITAS
ESPAÑA, S.L.
C/Almansa, 105 - 1ª Planta
Oficina 2
28040 Madrid



MANAGING RISK

Debilidad es la palabra clave para definir la dinámica del mercado del petróleo en 2008. En primer lugar, un periodo de progresivo deterioro de la economía americana ha impactado negativamente en el crecimiento del consumo energético global (Estados Unidos consume un cuarto del petróleo mundial), con una contracción en Estados Unidos de 0,9 millones de barriles diarios (mbd) únicamente durante el primer semestre de 2008. Esto ha mitigado gran parte del fuerte aumento de la demanda experimentada en los países en desarrollo. En segundo lugar, una contracción inesperada de la oferta por parte de los países no-OPEP ha compensado el menor consumo global. Estos dos efectos se han traducido en que el desajuste existente entre la oferta y la demanda ha permanecido relativamente estable.

La demanda OCDE se mantiene débil, pero está viéndose contrarrestada por crecimientos en economías emergentes

La débil demanda en los países pertenecientes a la OCDE no es un fenómeno reciente. De hecho, el aumento del consumo en las economías desarrolladas ha sido nulo o incluso negativo desde 2005, siendo el segundo trimestre de 2008 el undécimo trimestre seguido de descensos en el consumo anual en países OCDE. Además, la aparición de un entorno económico desfavorable junto con el incremento de los precios ha acentuado la rapidez de la disminución de la demanda.

Es importante destacar que esta contracción en el consumo de los países OCDE no se debe confundir con una destrucción de la demanda, tal y como algunos analistas económicos apuntan. La destrucción de la demanda ocurre cuando los consumidores realizan cambios permanentes en sus hábitos de consumo (esto normalmente se produce como consecuencia de cambios tecnológicos). El resultado final es que la demanda se reduce permanentemente aunque los precios y otros factores que la afectan vuelvan a sus valores iniciales. Dicho de otra manera, la destrucción de la demanda es un proceso mediante el cual el consumo resultante es menor tras un incremento y posterior bajada de los precios. Este es un proceso lla-



mado histéresis, mediante el cual el impacto de los precios en la demanda depende no sólo del precio actual, sino también de la evolución pasada de las cotizaciones del crudo. Bajo estas circunstancias, un precio de 100 \$/barril que haya permanecido constante durante un periodo temporal determinado habrá generado más demanda que un precio de 100 \$/barril que provenga de una bajada desde los 150 \$/barril.

La actual situación no tiene nada que ver con la crisis del petróleo de los años 80

Analicemos la evolución del consumo en los países OCDE a comienzos de los años 80, periodo donde sí se produjo una clara destrucción de demanda. Esta “segunda” crisis del petróleo llevó a los precios del crudo a triplicarse hasta alcanzar niveles por encima de los 40 \$/barril (en términos nominales de la época). La utilización de petróleo en la generación eléctrica e industria pesada comenzó a disminuir de manera importante ya que los consumidores de estos sectores optaron por cambiar a fuentes de energía alternativas (principalmente carbón en el caso de la generación eléctrica), o desaparecieron (en el caso de la industria pesada). La demanda de países OCDE disminuyó desde 44 mbd en 1979 hasta 41 mbd en 1980, 38,9 mbd en 1981 y 36,9 mbd en 1982. En sólo tres años, la demanda OCDE decreció en 7,1 mbd. Los precios del petróleo bajaron a comienzos de los años 80 y se derrumbaron a lo largo de 1985 y 1986, neutralizando las fuertes subidas de la crisis precedente. Pese a que el crudo volvió a cotizar a su precio original anterior a la crisis, la demanda no volvió a los niveles de entonces, y pasó a ser 3 mb/día menor en 1989 que en 1979. Las centrales de generación eléctrica alimentadas por fuel-oil cerraron o cambiaron su “mix” de generación a fuentes alternativas y por tanto el petróleo se utilizó en mucha menor medida para la generación de electricidad. Finalmente, la industria pesada y manufacturera también optó por cambiar su fuente de energía y la demanda nunca volvió a los niveles anteriores a la crisis.

La demanda de la OCDE se ha debilitado, pero no hay un proceso de destrucción de demanda

La destrucción de la demanda es precisamente lo que su propio nombre indica: demanda que desaparece debido a un cambio permanente en el comportamiento de los consumidores causado por alzas en los precios. No es algo que se puede medir de una semana para otra. Se trata de un efecto que únicamente puede ser

evaluado a posteriori e incluso entonces, solamente cuando los precios del petróleo hayan vuelto a los niveles iniciales puede llegar a comprobarse. Hasta que podamos analizar el estado en el que se ha quedado el mundo cuando el precio haya vuelto a los niveles originales, la diferencia entre disminución y destrucción de la demanda es extremadamente difícil de ver.

La situación en 2008 es diferente, la demanda de países no OCDE ajusta el mercado

El pico de demanda de petróleo por parte de países OCDE, alcanzado en 1979, no fue sobrepasado hasta 1994. En otras palabras, fueron necesarios más de 15 años de crecimiento económico para contrarrestar la destrucción de la demanda, provocada por la segunda crisis del petróleo.

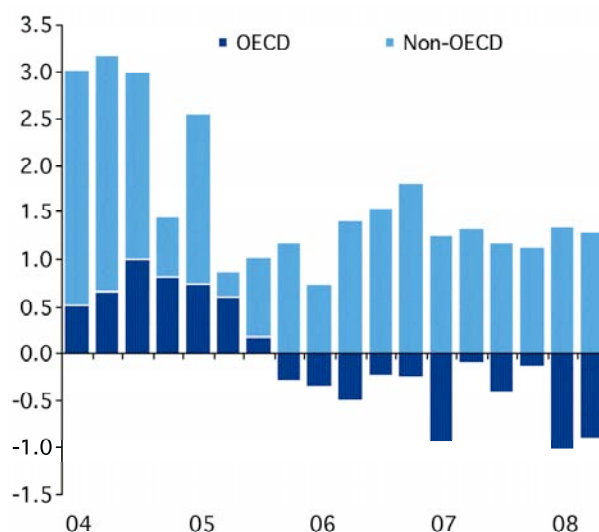
En la actualidad, la disminución de la demanda está siendo mucho más suave. El consumo máximo de los países OCDE se alcanzó en 2005, con 49,6 mbd. En 2008 esperamos que el promedio se sitúe en 48,3 mbd. Esta reducción de 1,3 mbd, que ha tenido lugar a lo largo de los últimos tres años, es mucho menor que la disminución de 7,1 mbd ocurrida durante el mismo período de tiempo durante la crisis de los 80. En esta ocasión, el comportamiento de los consumidores no ha cambiado tanto como lo hizo en aquella crisis. Por ejemplo, podemos citar la industria del transporte, tanto en EEUU como en Europa, donde apenas ha habido cambios significativos como consecuencia de esta crisis, y compararlo con los profundos cambios que ocasionó la crisis del petróleo de los años 80 en los sectores de generación de electricidad e industria pesada.

Además, si nos fijamos en cifras absolutas, la disminución de la demanda por parte de países de la OCDE apenas ha sido un sexto de la que tuvo lugar durante los años 80, y además se ha visto contrarrestada por la demanda creciente de países que no pertenecen a la OCDE, cuyo potencial es ahora muy superior al de hace 30 años.

Por tanto, el hecho de que el incremento de la demanda de los países no OCDE haya compensado claramente el descenso de la demanda OCDE durante los últimos años ha sido un factor fundamental para que el precio del petróleo haya subido tanto durante los últimos años. Así, en el gráfico 1 podemos ver que el crecimiento de la demanda de petróleo se ha mantenido relativamente estable desde 2005, lo que ha impulsado al crudo hasta los niveles actuales.

Por citar a los principales países que no pertenecen a la OCDE que más han contribuido a este crecien-

Gráfico 1: Crecimiento trimestre a trimestre de la demanda mundial de petróleo por zona de origen (mbd)



Fuente: Barclays Capital

to estable en los últimos meses, diremos que China, India, Arabia Saudí e Irán han jugado un papel fundamental (ver Gráfico 2). Aunque es cierto que el incremento de la demanda por parte de estos cuatro países disminuyó de manera conjunta a finales de 2007, ha rebotado durante el primer semestre de 2008 y ha impactado significativamente al alza sobre el precio del petróleo. En definitiva, una combinación de factores estructurales de desajustes entre demanda y oferta, y la ausencia de cambios en las políticas energéticas de los principales países, han sido capaces de mantener crecimientos estables de la demanda global de petróleo, incluso en un entorno de ralentización económica global.

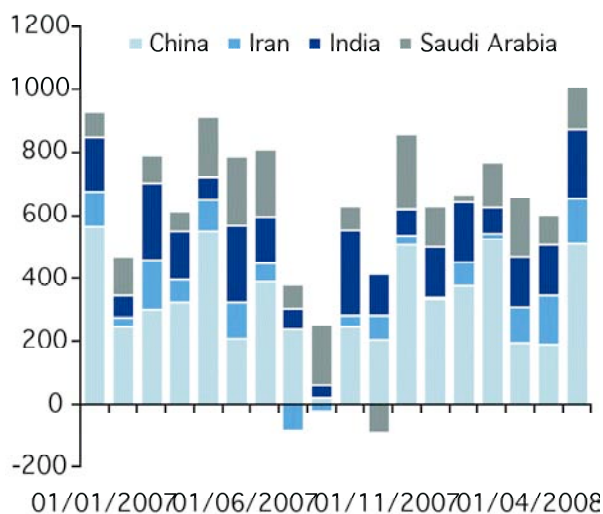
El año 2008 se ha caracterizado también por una respuesta muy limitada de la oferta por parte de productores de petróleo de países no-OPEP. Por primera vez desde finales de 2005, cuando el huracán Katrina afectó al Golfo de México, el nivel de producción de petróleo de estos países se redujo durante el primer semestre de 2008 en comparación a períodos anteriores. Esta contracción de la oferta fue provocada por un nivel de producción más bajo, especialmente en Rusia, donde después de un largo período de altas tasas de crecimiento, la producción de crudo fue inferior a la del año anterior. Menores ritmos de actividad en la extracción de petróleo en México y en



el Reino Unido (Mar del Norte) han contribuido también a esta disminución de la oferta. A pesar de que esta caída está en línea con las estimaciones que realizó Barclays Capital durante 2007, la reducción en el nivel de producción de países no-OPEP ha vuelto a suponer una decepción para el mercado.

La demanda no-OCDE permanece robusta en determinados países

Gráfico 2: Crecimiento mes a mes de la demanda de petróleo de países no-OCDE seleccionados (miles de barriles por día)



Fuente: Barclays Capital

Consideramos que la perspectiva de producción a medio plazo de estos países es bastante sombría. En el corto plazo, nuestra previsión es que la reducción de oferta de países no-OPEP durante 2008 alcance el medio millón de barriles diarios. Es cierto que hay ciertas áreas de crecimiento en 2008, en particular Brasil, Azerbaiyán y EE.UU.

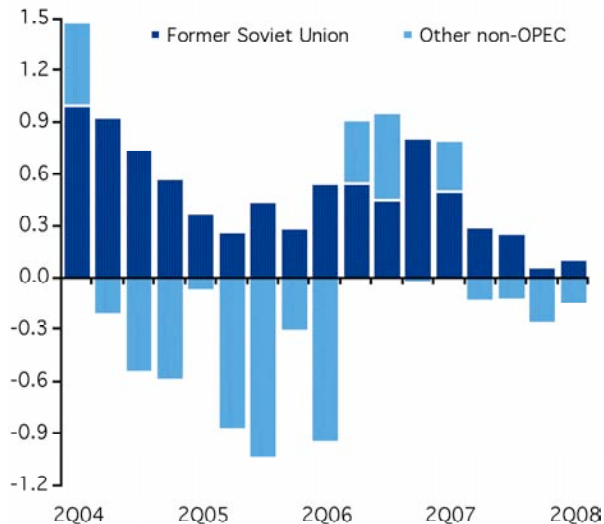
Sin embargo, no son suficientes para compensar los declives de México, Noruega y el Mar del Norte.

Por ello, creemos que la oferta de petróleo debe ser sustancialmente superior para que estos países vuelvan a recuperar el protagonismo de años anteriores en el mercado de petróleo.



La producción de países no-OPEP permanece débil

Gráfico 3: La oferta de petróleo por parte de países no-OPEP se mantiene débil (mbd)



Fuente: Barclays Capital

Como consecuencia de lo anterior, el diferencial entre la demanda de petróleo y la producción de países no-OPEP se ha venido incrementando de manera continuada, lo que se traduce en el sexto incremento anual consecutivo de la demanda de petróleo que se dirige hacia países OPEP. Esto contribuye a acentuar la posición dominante de estos países y su papel determinante en los precios del petróleo.

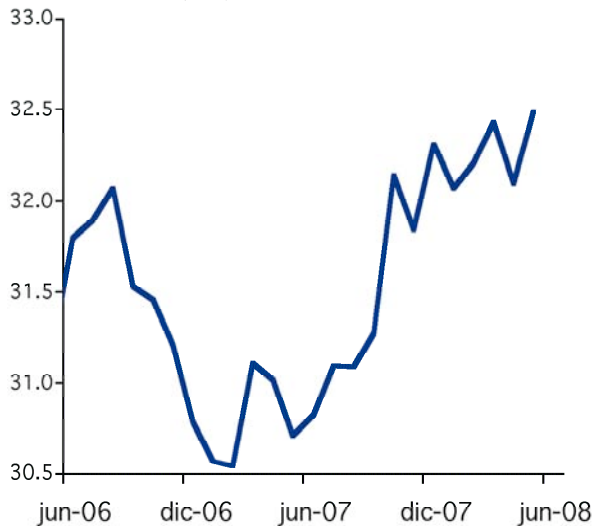
Rusia e Irán se han convertido en los principales focos de riesgo geopolítico para el precio del petróleo

Después de un largo período en el que los inventarios de petróleo se han ido reduciendo progresivamente (especialmente desde 2006), la OPEP ha aumentado el nivel de producción para minimizar el desequilibrio entre oferta y demanda que ha existido durante este tiempo, y que ha sido la principal causa del incremento de los precios durante los últimos meses, como ya hemos comentado anteriormente. Como consecuencia de ello, la OPEP ha aumentado la producción en 1,5 mbd respecto a los niveles del año anterior. Por ello, la OPEP cuenta ahora con un mayor margen de maniobra para reducir la producción si los precios siguen disminuyendo. De hecho, la OPEP ha demostrado en el pasado que tiene capacidad suficiente para mantener los precios del petróleo por encima del nivel que se fijen como objetivo. No obstante, y a pesar de las expectativas de un menor crecimiento económico a nivel mun-

dial, no creemos que sea necesario un recorte en la producción de petróleo en la OPEP para evitar una reducción de su precio, fundamentalmente debido a un menor dinamismo esperado en la producción de petróleo en los países que no pertenecen a la OPEP. Dicho de otra manera, una potencial menor demanda derivada de un menor crecimiento económico a nivel global se vería compensada por niveles de producción más bajos en países no-OPEP.

La producción de la OPEP ha aumentado en más de un mbd en un año

Gráfico 4: Los niveles de producción de la OPEP son superiores a los de hace un año (mbd)



Fuente: Barclays Capital

Las tensiones geopolíticas en distintas partes del mundo se han convertido también en un factor fundamental. En primer lugar, Irán ha vuelto a ser un foco de tensión política, especialmente durante los pasados meses de junio y julio. A pesar de una fuerte oposición internacional desde los países occidentales, Irán manifestó que continuaría con su programa de enriquecimiento de uranio. El conflicto se complicó tras el duro cruce de declaraciones entre líderes de los gobiernos de Irán e Israel. Además, agosto fue un mes especialmente problemático en este campo, tras el conflicto de Georgia, donde Rusia volvió a aparecer como una amenaza para la estabilidad política. Este conflicto hizo temer por el suministro de petróleo de la región, en particular por el oleoducto de Azerbaijan, uno de los más importantes de la zona. Además, el ataque kurdo en Turquía al oleoducto de Baku-Ceyhan se produjo durante las mismas fechas, lo que acentuó el temor a problemas en el suministro.

Existe un amplio consenso en el mercado de que la parte principal de la oferta de petróleo de los países no-OPEP vendrá de la región de Rusia y del Mar de Caspio en los próximos meses. Por ello, la solución de las tensiones políticas en esta región será clave para la evolución del precio de petróleo en el corto y medio plazo. Por su parte, Nigeria se encuentra también en un período de inestabilidad política, lo que supone una fuente de incertidumbre adicional para el precio del petróleo.

La perspectiva de precios sigue teniendo un sesgo alcista

¿Qué precio alcanzará el petróleo en el futuro? Las tensiones geopolíticas que acabamos de comentar, las perspectivas de crecimiento económico a nivel global y el posible efecto de huracanes y otros fenómenos naturales en zonas de extracción de petróleo, tendrán como consecuencia niveles altos de volatilidad en el precio del petróleo. Creemos que el petróleo cotizará en un rango de entre 110 y 130 \$/barril durante el próximo mes. No obstante, el impacto de huracanes y las tensiones geopolíticas supondrán un riesgo alcista para el precio que deberá ser monitorizado. No creemos que el precio del petróleo continúe bajando respecto a los niveles actuales. La realidad es que, tal y como hemos comentado al principio del artículo, todavía no se ha apreciado ninguna reducción significativa en la demanda de petróleo a pesar de la ralentización de la actividad económica a nivel global. Asimismo, la oferta de petróleo de países no-OPEP continúa siendo inferior a la esperada por el mercado, y creemos que continuará siendo así durante los próximos meses. De hecho, estamos llegando a la conclusión de que el ritmo de declive de producción de estos países más allá de 2010 puede llegar a convertirse en una de las principales áreas de preocupación.

Todo ello nos lleva a pensar que en la evolución futura de los precios el sesgo es alcista. Habrá volatilidad, pero los factores que apoyan los precios a la alza son más poderosos que los que los empujan a la baja.

