

## DIALOGOS DE ENERGÍA Y SOSTENIBILIDAD

### RESUMEN DE LAS REUNIONES

#### Evolución de los precios del petróleo

(Notas de la reunión DES de 23 de enero de 2015).

### 1. Introducción general

#### Primera parte

Se pone de manifiesto el carácter inesperado que ha tenido para los analistas la magnitud de la bajada del precio del petróleo. La bajada es muy importante y la situación compleja, al presentarse un nuevo paradigma en el mercado internacional. El día anterior a la reunión los niveles de precio se estaban acercando a los que acaecieron tras la crisis financiera global de 2008. Si se tabula el porcentaje de caída de precios en periodos de seis meses, estaríamos en la segunda más importante de los últimos 25 años.

A pesar de la “sorpresa” en la evolución de los precios, la trayectoria se venía manifestando claramente desde septiembre de 2014, cuando la caída del Brent llegaba a situar el precio en niveles cercanos al promedio de precios de 2009. Este es un aspecto a tener en cuenta de cara a no responsabilizar totalmente de la situación actual a la reunión de la OPEP del 27 de noviembre de 2014. Antes de esta reunión el precio ya había caído, lo que muestra la elevada importancia de los factores de mercado para realizar un análisis riguroso.

La situación actual marca el fin de un “súper-ciclo” de estabilidad que ha durado tres años. Así, de 2011 a 2013 ha habido pocas fluctuaciones en torno a unos altos niveles de precio (alrededor de los 105 dólares barril). Esto explica en parte esta crisis actual. Pero es importante destacar que estos tres años de estabilidad y precios altos han incentivado el desarrollo de importantes desarrollos tecnológicos por el lado de la oferta (por ejemplo, el fracking...). Además esta situación no era sostenible para la economía mundial y los elevados precios han venido erosionando la demanda.

Para iniciar conceptualmente el análisis, se presenta una serie histórica de precios del petróleo con una descomposición de las tendencias a medio y largo plazo. Esta descomposición muestra el papel de cada factor: *shocks* de demanda, *shocks* de oferta OPEP, *shocks* de oferta no OPEP, y *shocks* especulativos o percepciones del mercado (siempre hay que tenerlos presente porque el mercado tiene percepciones que luego no se llegan ni a materializar).

La última caída tiene componentes de mercado (oferta, demanda....) pero también hay un importante componente de expectativas. En concreto, las causas se pueden articular en torno a los siguientes cuatro ejes:

1. Exceso de oferta en un momento de debilitamiento de demanda.
2. Cambios en los objetivos de la OPEP.
3. Impacto de las crisis geopolíticas inferior al esperado. A lo largo de los últimos años ha habido importantes temores sobre el impacto que tendría en términos de interrupciones de suministro las múltiples crisis geopolíticas en Irak, Libia... Sin embargo, estas interrupciones han sido inferiores a las esperadas
4. Apreciación del dólar estadounidense tras la finalización de un periodo de políticas monetarias expansivas por parte de Estados Unidos.

#### Exceso de oferta

Este es un hecho importante puesto de manifiesto por los datos internacionales. La producción ha superado el consumo durante todo 2014, aunque al final del cuarto trimestre se igualaba. Esto es particular porque en los últimos 5 años la producción no había excedido el consumo por más de dos trimestres seguidos.

Este exceso de oferta tiene su origen en países no OPEP. En primer lugar hay que considerar el petróleo obtenido por fracking de EEUU (Sin esto no se puede explicar la situación que vivimos ahora). Pero no sólo es Estados Unidos y Canadá, Rusia ha tenido un record de producción en 2014 (considerando sólo el análisis a la era post soviética). Arabia Saudí está inmediatamente por detrás. Junto a lo anterior, en 2014 también se ha producido como elemento sorpresa una producción de crudo en Irak que se ha situado en un record de 35 años. Toda esta oferta ha estado motivada por la persistencia de los elevados niveles de precios en los últimos años.

Por el lado de la demanda, al mercado se le estaban lanzando varios mensajes. La demanda se ha venido debilitando porque el crecimiento económico esperado para 2015 ha ido ajustándose a la baja. Además, el mundo está empezando a asumir que la intensidad de petróleo en el PIB mundial se va a ir reduciendo, e incluso la participación del petróleo en el mix global también se reducirá.

#### Cambio de política en la OPEP

El 27 de noviembre de 2014 la OPEP anuncia que no va a recortar producción a pesar del exceso de oferta, lo que desconcierta incluso a miembros del cartel. Esta decisión viene motivada por la intención de mantener su cuota de mercado, relegando a un segundo lugar el objetivo de mantener la franja de precios suficientemente elevada (de 90 a 110 \$/barril). Esto supone, sin duda, un cambio de orientación de la política de la OPEP.

El análisis de esta decisión es complejo. Por un lado, esta decisión ha perjudicado presupuestos de los estados y de muchas empresas de hidrocarburos. Pero, por otro, al bajar los precios el mercado eliminará a los productores no convencionales, que cuentan con precios umbral (*breakeven price*) elevados. Uno de los principales competidores a eliminar son los productores de *shale oil*.

Pero la eliminación del petróleo no convencional tampoco parece viable. La producción de crudo convencional no remonta desde 2008. El suministro mundial se está cubriendo gracias a la producción no convencional de Canadá y Estados Unidos. Si ahora se eliminara de la ecuación el petróleo caro, sería difícil que únicamente el petróleo convencional

cubriera la demanda. Desde algunos sectores se dice que Arabia Saudí está llevando a cabo un experimento muy peligroso.

Por lo que se refiere a las pérdidas de cuota de mercado, a Arabia Saudí le cuesta mantener su cuota de mercado (que está plana desde 1988), mientras que, por el contrario, la de EEUU está aumentando. De ahí los incentivos a mantener cuota de mercado ante el auge de la producción estadounidense y rusa.

En definitiva, tiene poco sentido hablar de teorías de conspiración de la OPEP, habría que centrarse en teorías de mercado. Hay motivos comerciales muy sólidos para explicar la situación, no siendo necesario buscar motivos políticos.

En esta ocasión, la incidencia de los motivos geopolíticos es inferior contextos anteriores.

#### Impacto menor al esperado de las crisis geopolíticas.

Libia e Irak han sorprendido positivamente. Además, el mercado ha absorbido bien las interrupciones por motivos geopolíticos porque hay exceso de oferta.

#### Apreciación del dólar

Coincide con el final de la política monetaria expansiva de EEUU. Hay gente que dice que esta apreciación conduce a una caída de precios.

#### Previsiones para 2015

Para el primer semestre los *stocks* se situarán en niveles históricos, la demanda seguirá cayendo, la oferta apenas se modificará (planes de inversión ya están hechos y se trata de recoger beneficios). No cambia mucho la situación respecto a 2014.

En segundo semestre de 2015, se ajusta la oferta y demanda y los *stocks* caen dramáticamente.

Al final de 2015 la producción y el consumo se igualan. Se prevé que en 2016 se restablezca el equilibrio (pero esto no implica volver a 100 \$/barril, probablemente 70 \$/barril).

Ampliando el horizonte de previsión al medio y largo plazo, hay que considerar que el petróleo caro (barril marginal) será necesario para cubrir demanda a largo plazo. Vamos a necesitar compensar la caída de crudo convencional con no convencionales. Se corre el riesgo de crear un exceso de demanda con estos precios y que haya un rebote a medio plazo (si cae la producción).

## **Segunda parte**

Coincide en gran parte con el análisis de la primera parte, pero se realizan unas matizaciones a continuación:

- Cierta debilidad de la demanda. Pero esa debilidad es mínima. La demanda no ha dejado de crecer durante los últimos años y eso no ha cambiado a lo largo de 2014 (aunque se pueda hablar de debilidad de la economía China). A diferencia de la crisis de 2008, esta no tiene tanto peso de la demanda.
- Es esencialmente la parte de la oferta lo que explica la situación actual. La producción se ha incrementado mucho. Y eso se empieza a acumular en forma de inventarios, con el consiguiente impacto en el mercado y en la señal de precio (porque es caro

almacenar stocks). El incremento de la producción fuera de la OPEP en 2014 ha ascendido a 1,7 millones de barriles diarios. La OPEP ha mantenido su producción como conjunto (eso ha sido por presiones internas, porque muchos países como Irán quieren recuperar sus cuotas de producción).

- Fortalecimiento del dólar frente al resto de monedas. Esto siempre genera presiones a la baja.

### Previsión futura

A corto plazo es muy difícil hacer una previsión. Los fundamentales del precio en este horizonte son el coste de producir marginalmente en un campo que ya está productivo. Por eso, los productores no ajustan su producción aunque se haya reducido el precio.

En el medio plazo hay más explicaciones. Hay que ver la tasa de declino de la producción (un 6-7% de la capacidad productiva se reduce cada año). Así, del 25% del petróleo que se consumirá en 10 años todavía ni se ha empezado a desarrollar. Esto es distinto en el *shale oil* (que son pequeños puntos de extracción que se agotan en año y medio).

Hay que mirar el fundamento del petróleo asociado a las expectativas de inversión (que tiene impacto en la caída de la producción en un año). ¿Qué ocurre con este nuevo escenario? Si las expectativas son de 40 dólares barril, las empresas convencionales se replantean sus proyectos (por ejemplo, los ubicados en el Ártico). En el mundo del *shale oil* los ciclos de inversión son muy rápidos (pero el precio umbral está entre 50 y 70 dólares/barril).

Arabia Saudí está lanzando un mensaje al resto de productores. Tiene el coste de producir más bajo de todos los productores. Y además tiene margen para vivir en un escenario prolongado de precios bajos del petróleo por sus importantes reservas. Está pidiendo a Rusia su incorporación al cartel, y que siga la disciplina que se le marque. También está lanzando mensajes a las empresas petroleras (para que reduzcan inversiones).

En su opinión, los precios a medio plazo (6 o 12 meses) debería alcanzar niveles para que los no convencionales tengan una rentabilidad atractiva. Y si eso no se produce se demorarán inversiones y la oferta no alcanzará el ritmo de la demanda, lo que implicará precios altos.

En cuanto a impactos, en principio serán positivos para una economía como la española: muy dependiente energéticamente del exterior, con elevado peso del sector transporte... No obstante, la parte medioambiental habrá que verla porque el impacto medioambiental podría ser negativo.

## **2. Debate**

### **Factores que explican los niveles actuales de precios**

Existe un acuerdo general sobre las dificultades para realizar previsiones acertadas del precio del petróleo. Varios asistentes muestran la importancia de los factores de mercado para explicar el precio (tanto de oferta como de demanda), acompañados de ciertas razones geopolíticas, pero sin caer en teorías de la conspiración. En torno a estos acuerdos, se destacan algunas ideas particulares:

- Independientemente de la magnitud de la bajada de la demanda, este factor tienen una contribución importante para explicar la situación actual.
- Sean razones de mercado o geopolítica, en última instancia quien tiene el monopolio de la suficiencia es la OPEP (o Arabia Saudí), por lo que hay que entender las motivaciones de este país. Tres aspectos que reflejan la importancia de esta visión geopolítica:

- Discurso de Obama de mayo de 2014. Define la nueva doctrina diplomática de EEUU, alejándose de Oriente Medio.
  - Eclósion del califato (Estado Islámico).
  - Nueva posición de Arabia Saudí en las reuniones de la OPEP donde mantener el precio supondría ceder la cuota.
- Nunca se acierta en las predicciones del precio del petróleo y la razón que hay detrás es el elevado peso de los factores intangibles (expectativas). Las conspiraciones esconden en la mayoría de las ocasiones profundos intereses económicos. Todos estos factores son muy difíciles de prever. Hay dos factores que son distintos a otras ocasiones: 1) por primera vez hay un barril marginal caro pero con cierta flexibilidad de producción, lo que marca las decisiones de los últimos años; y 2) en el ámbito geopolítico, es importante el alejamiento de la posición de Estados Unidos de Oriente Medio (ha cambiado acercamiento militar por acercamiento económico).
  - Está pasando lo que en cualquier *commodity*. Nos hemos dado cuenta que hay petróleo de sobra. El cobre ha reducido su precio también (porque es una *commodity*). Cuando desaparece la escasez en el mercado los precios reflejan esta situación a través de reducción de las tensiones alcistas. Por otro lado, la concentración de la OPEP no es relevante. El acero está mucho más concentrado y son incapaces de mantener los precios.
  - Durante décadas cuando subía el precio del petróleo se achacaba a causas geopolíticas. En esta ocasión parece que hay aparcar un poco la explicación tradicional.

### **Análisis de impacto**

Existe un acuerdo generalizado sobre el efecto positivo en el corto plazo para las economías con una elevada dependencia exterior (impacto positivo sobre balanza comercial, competitividad...). Sin embargo, aparece como riesgo a considerar el incremento de la volatilidad y el riesgo de precio. Esta mayor incertidumbre podría tener un efecto muy dañino sobre las economías nacionales y las empresas de hidrocarburos.

Varios asistentes alertan sobre el riesgo de que los países aprovechen la situación de precios bajos para seguir consumiendo petróleo de forma cómoda, dejando de lado mejoras de eficiencia energética o de desarrollos tecnológicos alternativos por el lado de la oferta. Ello tendría un efecto muy negativo en el medio o largo plazo cuando los precios se incrementen.

Algunos miembros del grupo destacan que se podría utilizar este escenario de precios bajos para aumentar el peso de la fiscalidad energética y medioambiental, aprovechando la menor visibilidad de dicho incremento. Sin embargo, un asistente ve muy remota esta posibilidad al considerar que será muy difícil que los gobiernos tengan la agilidad suficiente para aprobar normativa fiscal (pone como ejemplo el retraso de años que hay en la Directiva de Fiscalidad).

A continuación se resumen algunas intervenciones individuales:

- Un precio de equilibrio de 65 dólares, que es bueno para el mundo, es suficiente para que se desarrolle la oferta si no hay mucha volatilidad.
- Al estar vinculado el precio del gas natural en Europa al precio del petróleo, la bajada de este último podría tener un efecto positivo para reducir la desventaja competitiva de Europa vs EEUU.
- Ahora el problema es la incertidumbre a la que se exponen países que dependen mucho del petróleo como España. El impacto sobre España en el corto plazo es positivo. Pero a medio y largo plazo, el impacto depende de lo que se haga con esa situación de corto plazo

(“utilizar la renta disponible para vivir algo mejor pero cuando vuelva a repuntar estaremos muy perjudicados”). Hay que aprovechar esa situación para hacer reformas. No obstante, las perspectivas son poco halagüeñas al haber elecciones por delante, etc...

- El mercado de derivados del petróleo tiene un volumen que duplica la producción mundial en un año. Así, es preocupante el aumento de la volatilidad en el precio del crudo. El efecto es que las empresas van a tener que asumir unos coeficientes de riesgos más altos, que afectarán a todo el mercado energético. La más estricta regulación de los bancos, que tienen muchas posiciones en este mercado, es algo fundamental.

### **Preguntas abiertas**

Algunos asistentes plantean las siguientes preguntas a los encargados de abrir el debate:

- ¿Cuáles son las elasticidades de corto, medio y largo de la oferta y de la demanda?
- ¿Se puede considerar estable un precio situado entre los 65-70 \$/barril? ¿Iría evolucionando este precio a medida que se vayan agotando las reservas más baratas?
- ¿Se han puesto en la mente de Arabia Saudí? ¿Cuál sería el objetivo de Arabia Saudí? ¿Qué escenario se plantea?
- En el momento que se alcancen los 60-70 dólares con productores no convencionales, ¿perderá importancia la geopolítica para explicar la situación?
- ¿Cuál será el efecto sobre la lucha global contra el cambio climático?
- ¿Qué impacto tiene sobre la continuidad de la OPEP?

## **3. Algunas respuestas de cierre**

### **Primera intervención**

- Ya se está observando un aumento del consumo de carburantes. Además, el cambio euro /dólar no nos es favorable por lo que habrá que ver en qué se traduce el efecto positivo sobre la competitividad y, por tanto, sobre la balanza comercial.
- Dudas sobre nuestra capacidad para aprovechar la situación y mantener unos niveles de consumo reducido.
- Es cierto que entramos en una etapa de cierta abundancia energética. Va a ver más petróleo, más gas, más energías renovables... Es una situación que no esperábamos hace poco. Es una nueva época de abundancia.
- Sobre la demanda de energía, habrá que ver cuál es el pico de la demanda y cuál es el comportamiento de la demanda. Se muestra a favor de introducir tasas de CO<sub>2</sub> y reducir subsidios a combustibles.
- De cara a la COP de París es pronto para decir algo. De todos modos, si fuéramos sensibles al cambio climático nos sobrarían 2/3 partes de los combustibles fósiles mundiales. Pero renunciar a ello pone en peligro los fundamentos de la economía global. Es un tema para seguir a fondo. Empieza a haber desinversión en bolsa en algunas industrias.
- Va a haber un cambio conceptual en esta época de abundancia. Si hay una época de abundancia de energías y precios bajos, nos podríamos encontrar con que las grandes empresas de hidrocarburos tienen que diversificar el campo de actuación.
- Sobre el objetivo de Arabia Saudí. Todavía ni se ha preocupado del *shale oil* ni de sus propias reservas de crudo no convencional. En EEUU solo la industria más potente del

*shale oil* va a sobrevivir y ese será el momento del salto realmente global del petróleo no convencional. Cuando se cartografíe toda la capacidad de *shale oil* en Rusia o Arabia Saudí se va a entrar en una fase impredecible por la oferta de recursos....

- Sobre la OPEP. Un ponente cree que saldrá fortalecida porque Arabia Saudí va a hacer ver a sus socios la necesidad de recortar producción. Pero otro opina que esto es la voladura de la OPEP. Entramos en el cuarto acto: el primero fue nacimiento; el segundo el auge de las siete hermanas; el tercero la consolidación de la OPEP; y el cuarto es la voladura de la OPEP (unos niveles de volatilidad muy elevados acaban con la organización). El quinto acto será una época en la que como las industrias de los hidrocarburos y de las energías renovables convergen (en la que la lucha contra el cambio climático se favorezca).
- Hay un cambio importante en los ciclos de inversión (convencional 4 años mientras que no convencionales 1 año).
- El *peak oil* era para el petróleo convencional, pero no para el total (porque está el no convencional).
- Cabe esperar una bajada de los precios del gas natural (porque en el gas de la UE está indexado al petróleo). Esto afectará a las renovables en el mercado eléctrico.

### **Segunda intervención**

- De acuerdo con que el precio del petróleo es impredecible. Hay un cambio de paradigma caracterizado por gran intervención de los mercados financieros, y por la variación de la importancia de factores de geopolítica.
- El mercado del petróleo que fija el precio ahora es mucho más intensivo en productos financieros. Mucha de la producción mundial que se negocia en estos mercados nunca llega a comercializarse realmente (sólo el 27% realmente acaba comercializándose).
- Este nuevo escenario de precios incrementará el riesgo y, por tanto, el coste de financiación se encarece. Si se aumenta el riesgo de los productores no convencionales, aumenta sus costes y aumenta el precio al final.
- Históricamente sólo era Arabia Saudí el productor marginal y ahora en un mundo “no convencional” es Estados Unidos. Este último a su vez tiene un peso como consumidor muy importante y además no juega a la geopolítica.
- Es bueno para los consumidores el que exista un cierto equilibrio entre productores, con un mayor alineamiento con occidente.
- La lucha contra el cambio climático es inevitable, hay que ver una transición suave. Las empresas petroleras estarán ahí.