

El precio del barril de *Brent* ha experimentado una pronunciada subida a lo largo del período transcurrido del año. En concreto, entre el cierre de 2018 y finales de abril de 2019 se produjo un encarecimiento del 40 %, hasta 75 dólares, que es el nivel más elevado del precio de esta materia prima desde octubre de 2018 (si bien con posterioridad se ha observado un descenso relativamente pronunciado) (véase gráfico 1.1). Como se desarrolla en este recuadro, el repunte de los precios observado en el primer cuatrimestre del año estaría asociado a diversos factores de oferta, incluidos los recientes recortes de la producción de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y de sus socios, las sanciones estadounidenses a Irán y la abrupta caída de la producción en Venezuela (véase gráfico 1.2).

Además, el encarecimiento del crudo que tuvo lugar entre enero y abril habría podido responder también, en parte, a factores de demanda, en la medida en que vino acompañado de una percepción de cierta mejoría en la evolución de la actividad mundial. No obstante, después de que, al inicio del año, los desarrollos económicos fueran algo más favorables de lo esperado, el recrudescimiento reciente de las tensiones comerciales ha hecho que resurjan las dudas acerca de la fortaleza de la demanda mundial, lo que habría podido contribuir a la caída de los precios del petróleo observada a lo largo de mayo.

En este recuadro se describen detalladamente los factores de oferta que explicarían el encarecimiento del crudo en el conjunto de los meses transcurridos de 2019, y se proporciona una

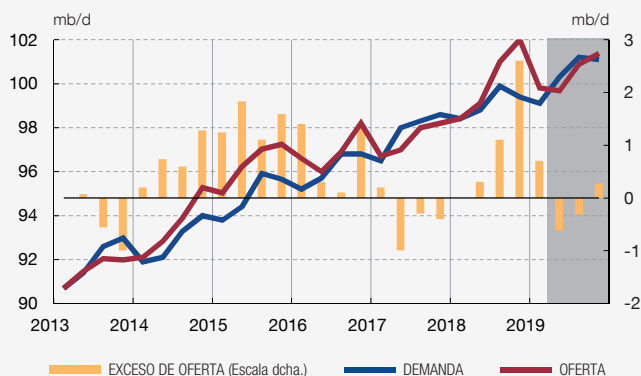
Gráfico 1
MERCADO DE PETRÓLEO

El precio del barril de *Brent* ha aumentado considerablemente en 2019. Este repunte está asociado a los recortes de la producción de la OPEP y de sus socios, a las sanciones estadounidenses a Irán y a la abrupta caída de la producción en Venezuela. El recrudescimiento de las tensiones comerciales en el período más reciente acrecienta las dudas sobre la debilidad de la demanda mundial de petróleo.

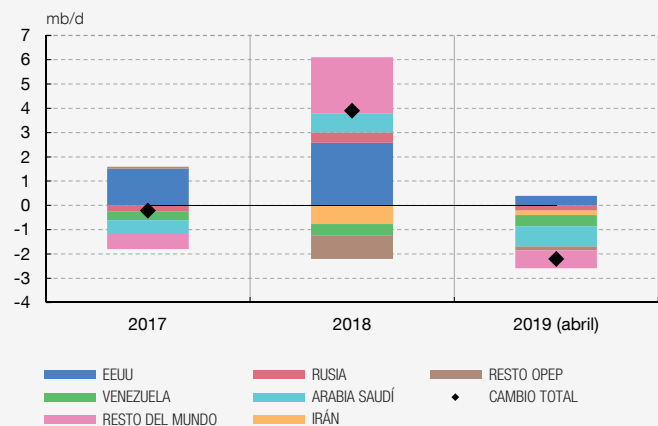
1 EVOLUCIÓN DEL PRECIO DEL PETRÓLEO (*BRENT*)



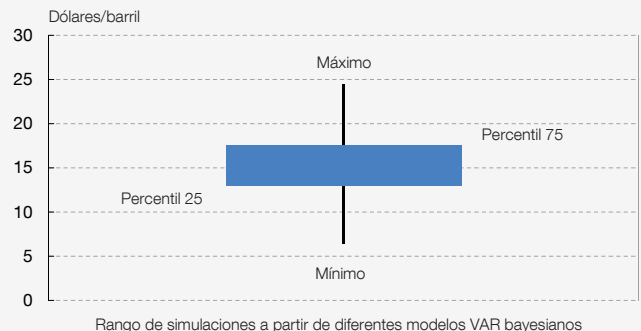
2 OFERTA Y DEMANDA (a)



3 VARIACIÓN EN LA PRODUCCIÓN (b)



4 IMPACTO DE UN SHOCK PERMANENTE DE OFERTA DE -1 mb/d



FUENTES: Agencia Internacional de la Energía, Bloomberg, IFS y Banco de España.

- a Proyecciones de oferta calculadas considerando la producción de la OPEP constante.
- b Cuarto trimestre sobre cuarto trimestre, excepto 2019: abril sobre diciembre.

cuantificación de la sensibilidad de los precios del petróleo ante perturbaciones de esa naturaleza. Un elemento de oferta fundamental a la hora de explicar la evolución de los precios es la estrategia de producción de la OPEP y de sus socios. El pasado mes de diciembre, este conjunto de países pactó un recorte de su extracción de crudo de 1,2 millones de barriles al día (mb/d), un 1,2 % de la oferta mundial de petróleo, para tratar de reequilibrar el mercado, tras la tendencia al aumento de inventarios y la caída de los precios observadas en la segunda mitad de 2018. Según el acuerdo alcanzado, los países de la OPEP habrían de contribuir con 0,8 mb/d al recorte, y los socios no-OPEP, con 0,4 mb/d¹. El objetivo del acuerdo era tratar de poner un suelo al precio del barril de en torno a los 60 dólares. Con datos hasta abril, la disminución de la producción habría superado en 0,4 mb/d a la que se había pactado (véase gráfico 1.3)². En su próxima reunión de junio, la OPEP deberá decidir, a la vista de la evolución del mercado, acerca del mantenimiento de los recortes.

Otro de los factores clave en el repunte de los precios es la reanudación de las sanciones de Estados Unidos a Irán, lo que incluye, en particular, el cese de las compras de petróleo procedente de ese país³. Fruto de las sanciones, la producción de petróleo iraní se ha reducido casi en una tercera parte, hasta los 2,6 mb/d, y podría hacerlo en mayor medida en los próximos meses (véase gráfico 1.3).

El tercer factor que ha afectado a la oferta es el colapso de la producción petrolera de Venezuela⁴. Si bien la producción de crudo venezolano ha venido cayendo desde hace dos décadas, la disminución se ha hecho más pronunciada en los últimos tres años, desde 2,3 mb/d en enero de 2016 hasta 0,8 mb/d en abril de 2019 (véase gráfico 1.3). Esta caída ha tenido lugar en un entorno de fuertes tensiones políticas y con una nueva ronda de sanciones estadounidenses. En perspectiva, tras esta evolución los factores estarían relacionados con la secular caída de la inversión y con las deficiencias en la gestión de las empresas del sector. Para un futuro, con el trasfondo del difícil contexto político, las perspectivas son negativas debido a las dificultades financieras y

a las sanciones de Estados Unidos, factores ambos que impiden importar los *inputs* necesarios para mantener la producción y frenar el progresivo deterioro de la red de oleoductos y de infraestructuras necesarias para la extracción.

Para valorar el impacto sobre los precios del crudo de un agravamiento de la situación en Irán o en Venezuela, se han realizado una serie de simulaciones con un conjunto de diez modelos alternativos, que consideran distintas especificaciones del precio del barril de *Brent* en términos reales en función de una serie de variables (la producción mundial de crudo, diversos indicadores de la actividad económica global —como *proxy* de la demanda— e inventarios de petróleo de los países de la OCDE)⁵. Las simulaciones muestran que un *shock* permanente no anticipado consistente en una reducción de la oferta de 1 mb/d tendría un impacto alcista sobre los precios del barril de *Brent* de entre 6 y 24 dólares, con el efecto medio en torno a 15 dólares (gráfico 1.4).

En este contexto, si la demanda mundial de petróleo evolucionara en línea con las expectativas de la Agencia Internacional de la Energía (AIE), que fueron formuladas con anterioridad al recrudescimiento más reciente de las tensiones comerciales, el mercado podría recobrar un cierto tensionamiento a corto plazo, con posibles riesgos al alza sobre los precios del crudo si se acentuaran las perturbaciones de oferta descritas. Sin embargo, a medio plazo, diversos factores acotan el alza en los precios. Por un lado, la OPEP y Rusia podrían reaccionar con aumentos de su producción a este hipotético escenario de encarecimientos adicionales. Así, las autoridades saudíes han dado a entender que podrían utilizar una parte de su capacidad de extracción excedente (unos 2,2 mb/d) para acomodar la oferta. Además, el escaso margen de maniobra fiscal de algunos de los miembros de la OPEP contribuirá previsiblemente a incentivar aumentos de producción (aunque, dado su impacto a la baja sobre los precios, no es obvio que logren su objetivo de incrementar los ingresos). Por último, la producción de petróleo no convencional en Estados Unidos continúa creciendo, lo que este año podría afianzar a este país como primer productor mundial y convertirlo en exportador neto⁶.

1 En todo caso, Irán, Venezuela y Libia quedaban exentos de reducir su producción.

2 En particular, Arabia Saudí ha producido 0,5 mb/d por debajo de su asignación, mientras que, por el contrario, Rusia mostró una tasa de cumplimiento de solo el 80 %.

3 Irán cuenta con la cuarta reserva más importante del mundo, detrás de Venezuela, Arabia Saudí y Canadá. Aunque antes de la Revolución iraní de 1979 la producción llegó a alcanzar los 6 mb/d, con posterioridad cayó drásticamente, y se recuperó de modo parcial solo tras el levantamiento del embargo, en 2015, hasta los 3,8 mb/d al inicio de 2018, un 4 % de la oferta mundial. En principio, estaba previsto que la entrada en vigor de las sanciones a la compra de petróleo tuviera lugar en noviembre de 2018. Sin embargo, la Administración estadounidense introdujo exenciones que expiraron a principios de mayo.

4 Este país dispondría, según sus autoridades, de las reservas de crudo más grandes del mundo, de unos 300 mm de barriles de la variedad pesada. No obstante, gran parte de estas reservas tienen costes de producción muy elevados. Según fuentes alternativas, los recursos petrolíferos económicamente viables de Venezuela con precios del barril a 50 dólares solo ascenderían a 75 mm de barriles.

5 Estos modelos emplean una metodología de VAR estructurales bayesianos (BVAR) con restricciones de signo. La identificación utilizada permite distinguir entre perturbaciones de oferta, demanda mundial, demanda especulativa y factores de demanda idiosincrásicos del petróleo. En todo caso, es preciso señalar que la modelización de los precios del petróleo no es trivial, como muestra el debate académico, y las conclusiones pueden cambiar significativamente en función del modelo empleado.

6 Es cierto, no obstante, que otros factores tenderían a limitar las presiones a la baja sobre los precios. En primer lugar, existen dudas en el mercado acerca de la capacidad de Arabia Saudí para expandir su producción de manera sostenida, así como en torno a la posibilidad de que la OPEP pueda sustituir las variedades de crudo producidas por Irán y por Venezuela. En segundo lugar, la extracción de petróleo no convencional en Estados Unidos sigue mostrando una elevada sensibilidad a los precios, de modo que, si estos descendieran por debajo de una cierta cota, ello se traduciría en disminuciones de la producción.

En resumen, existen argumentos que llevarían a pensar que el incremento de los precios observado hasta finales de abril obedecería a fluctuaciones de la oferta. A medio plazo, es probable que varios de los países productores signatarios del acuerdo de reducción de la producción tiendan a no desear su mantenimiento en el tiempo, lo que, junto con la oferta de petróleo no convencional en Estados Unidos, tendería a limitar

el alza en los precios del crudo, a expensas de la evolución de la demanda. En todo caso, cabe la posibilidad de que las próximas previsiones de la AIE puedan dibujar un escenario de demanda menos favorable, como reflejo de las fuerzas que parecen haber caracterizado la evolución reciente del mercado, lo que añadiría un elemento a la baja sobre la cotización de esta materia prima.
