

FACTORES DE DEMANDA Y OFERTA EN LA DETERMINACIÓN DEL PRECIO DEL PETRÓLEO EN EL CONTEXTO DE LA CRISIS DEL COVID-19

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 15 de junio

Desde principios de año, el precio del petróleo ha registrado una tendencia a la baja, acompañada de elevadas fluctuaciones (véase gráfico 1). Así, el precio del barril de Brent mostró un retroceso de alrededor del 75 % desde mediados de enero hasta el mínimo de mediados de abril, momento en el que el tipo de barril *West Texas Intermediate* (WTI) llegó incluso a cotizarse puntualmente en niveles negativos. Las caídas más intensas se produjeron a partir de marzo, cuando se hizo evidente la naturaleza pandémica de la crisis sanitaria, lo que llevó a una interrupción de la actividad económica mundial y, por consiguiente, a una disminución drástica de la demanda de crudo, y cuando, además, se rompió (aunque solo transitoriamente) el acuerdo de control de la producción que venían manteniendo los países de la Organización de Países Exportadores de Petróleo y sus asociados (OPEP+), acuerdo liderado por Arabia Saudí y Rusia.

En algunos otros episodios históricos se han producido desplomes comparables del precio del petróleo. Sucedió, por ejemplo, con ocasión de las elevadas contracciones de la actividad económica mundial acaecidas durante la crisis asiática de 1997 y la crisis financiera global iniciada en 2008 (con abaratamientos del 40 % y 75 %, respectivamente), o en momentos de cambios relevantes en la estrategia de la OPEP, como los que tuvieron lugar en 1986 y 2014¹.

Frente a estos eventos pasados, lo que convierte al colapso del precio de esta materia prima registrado esta primavera en un episodio singular es la coincidencia en el tiempo de una intensa y rápida caída de la demanda y de un aumento transitorio de la producción, lo que ha dado lugar a una veloz acumulación de inventarios en todo el mundo. En este recuadro se analiza el efecto de estos dos *shocks* simultáneos sobre el mercado del petróleo y el entorno macroeconómico general, y las perspectivas a medio plazo del sector.

Por lo que respecta a la primera de estas tres cuestiones, el fuerte retroceso de la demanda ha sido el principal factor explicativo de la dinámica del precio de petróleo en el período de enero a abril. Según las estimaciones basadas en un modelo econométrico², este factor sería responsable de algo más del 80 % de la caída observada (véase gráfico 2). En el episodio actual, el canal tradicional de demanda se ha visto amplificado por el impacto de las medidas de cuarentena a nivel global, que han reducido drásticamente la movilidad. Esto ha afectado de manera particular al sector del transporte, que representa, en promedio, cerca del 65 % de la demanda de petróleo de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) (véase gráfico 3). A modo de ejemplo, el consumo mundial en los sectores de transporte rodado y de transporte aéreo se redujo en abril en un 34 % y un 69 % interanual, respectivamente³, frente a la reducción del 13,5 % en el resto de los sectores.

En cuanto a la oferta, las discrepancias previas a la reunión de marzo de la OPEP+ que hubo entre Arabia Saudí y Rusia acerca de la estrategia de dicha organización se saldaron, tras la reunión, con el levantamiento de cualquier compromiso de cuotas a partir de abril. Esto condujo a un aumento intermensual significativo y no esperado⁴ de la producción de la OPEP+ (2,4 millones de barriles al día —mb/d—) y a la aplicación de fuertes descuentos en los precios de venta por parte de Arabia Saudí⁵. Esta perturbación de oferta explicaría alrededor del 16 % de la caída del precio del petróleo entre enero y abril, según el modelo utilizado (véase de nuevo el gráfico 2).

Este último *shock* de oferta, no obstante, fue de carácter transitorio, dado que el acuerdo se recompuso rápidamente bajo los auspicios de Estados Unidos y el conjunto del G-20. Así, a mediados de abril, la OPEP+ acordó un programa escalonado de recortes con la vista

1 Estos *shocks* de oferta suelen reflejar los intentos de la OPEP de mantener su cuota de mercado. En 1986, Arabia Saudí aumentó su producción en más de un 40 %, tras una caída de su producción de alrededor de dos tercios en los años anteriores. En 2014, la OPEP decidió incrementar significativamente su producción y su venta para hacer frente a la competencia de los productores no convencionales de Estados Unidos, estrategia que finalizó en 2016. En el episodio más reciente de este año, la falta de consenso entre Arabia Saudí y Rusia condujo a una ruptura temporal del acuerdo de la OPEP+ y al establecimiento de fuertes descuentos por parte de Arabia Saudí.

2 Modelo VAR estructural bayesiano estimado con datos mensuales para el período de enero de 1980 a abril de 2020. Los *shocks* estructurales se identifican siguiendo un esquema de restricciones de signos, lo que permite distinguir entre perturbaciones de oferta, de demanda global y de demanda precautoria y factores de demanda idiosincrásicos del mercado de petróleo.

3 Véase Rystad Energy, *COVID-19 Report 11th edition*.

4 En ese momento, el mercado esperaba el anuncio de un recorte adicional de alrededor del 2 % de la producción total diaria.

5 El aumento de la producción de la OPEP+ fue, no obstante, parcialmente compensado por la disminución de la de otros países, en particular Estados Unidos, de manera que el incremento intermensual sobre el total de la oferta fue de tan solo un 0,3 %, muy inferior a los incrementos de la producción de anteriores episodios de ruptura de acuerdos de la OPEP (1985 y 2014), que condujeron a caídas del precio del crudo de en torno al 65 % (véase gráfico 1).

FACTORES DE DEMANDA Y OFERTA EN LA DETERMINACIÓN DEL PRECIO DEL PETRÓLEO EN EL CONTEXTO DE LA CRISIS DEL COVID-19 (cont.)

Gráfico 1
EVOLUCIÓN DEL PRECIO DEL BRENT (a)



Gráfico 2
DESCOMPOSICIÓN HISTÓRICA DEL PRECIO DEL PETRÓLEO

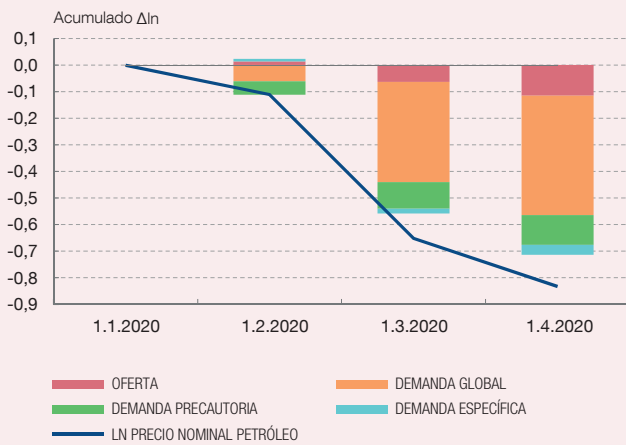


Gráfico 3
DEMANDA SECTORIAL DE PETRÓLEO EN LA OCDE, 2018

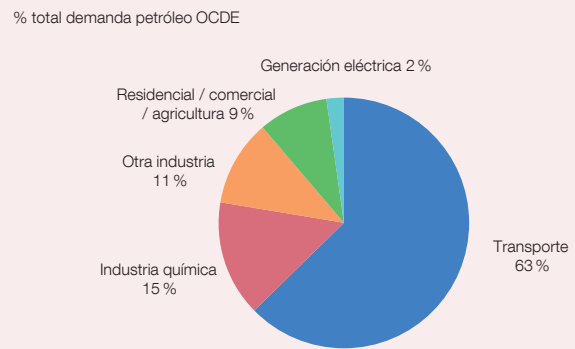


Gráfico 4
OFERTA, DEMANDA Y VARIACIÓN DE INVENTARIOS (b)

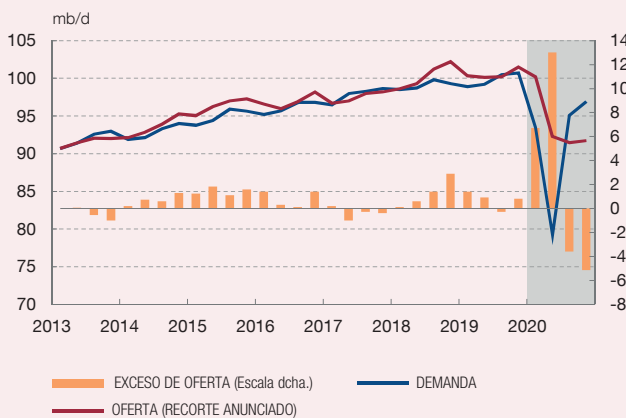
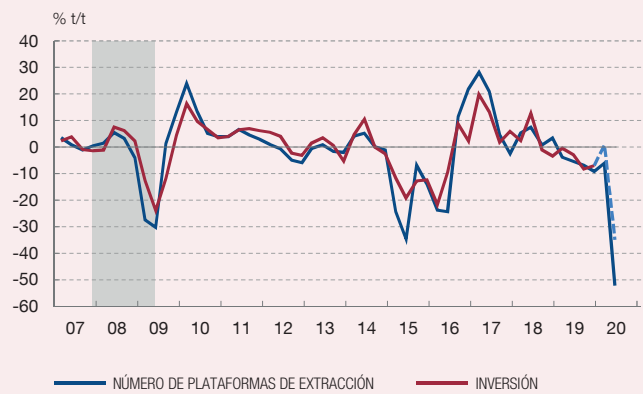


Gráfico 5
EEUU: ACTIVIDAD DE PERFORACIÓN E INVERSIÓN EN PETRÓLEO Y GAS (c)



FUENTES: Agencia Internacional de la Energía, IFS, Banco Mundial, Reserva Federal de Dallas y Banco de España.

- a La cifra refleja la caída del precio del petróleo durante el período de la perturbación indicada según estimaciones internas.
- b La parte sombreada refleja previsiones de demanda y de oferta de la Agencia Internacional de la Energía.
- c La línea discontinua refleja previsiones, mientras que el área sombreada indica la recesión en Estados Unidos.

FACTORES DE DEMANDA Y OFERTA EN LA DETERMINACIÓN DEL PRECIO DEL PETRÓLEO EN EL CONTEXTO DE LA CRISIS DEL COVID-19 (cont.)

puesta en la estabilización del mercado a medio plazo, entre los que se incluía uno muy sustancial (de 9,7 mb/d) entre mayo y junio, más tarde prorrogado a julio (véase gráfico 4). Sin embargo, este anuncio no evitó el aumento masivo de los inventarios ni la cotización puntual con precio negativo del WTI el día anterior a la expiración de su contrato de futuros de mayo. Ello se debió a la obligación de liquidar estas operaciones con la entrega física del crudo y a la falta de capacidad de almacenamiento en el punto de entrega (las instalaciones de almacenaje de crudo de Cushing, en Estados Unidos). Los tenedores de derivados se vieron obligados a pagar a las partes que tenían capacidad para recibir la entrega física.

En cuanto a los efectos macroeconómicos globales de estas perturbaciones, el tradicional impacto favorable de la caída del precio del petróleo en los países importadores habría sido inferior al habitual, dado que, debido a la situación de confinamiento, los consumidores no se habrían beneficiado completamente del abaratamiento. Mientras tanto, el impacto para los países exportadores sería claramente negativo, lo que, en algunos casos, se está traduciendo en rebajas de las calificaciones crediticias de los emisores soberanos de estos países⁶.

En cuanto a la industria, la situación de crisis parece estar afectando particularmente a las empresas con mayores costes de extracción y fuerte endeudamiento, en concreto a los productores no convencionales de Estados Unidos (*shale oil*)⁷, pero también a productores convencionales⁸.

Se han producido caídas significativas de la inversión en exploración y producción —tanto en Estados Unidos (véase gráfico 5) como a nivel global—.

Finalmente, por lo que se refiere a las perspectivas futuras del mercado del petróleo, la recomposición del acuerdo de la oferta y el incipiente inicio de la recuperación económica tras la salida gradual de las situaciones de cuarentena más extremas han venido acompañados de un aumento suave de los precios de esta materia prima ya en mayo. En consecuencia, los precios a plazo para 2021 se sitúan en niveles que son similares a los de un período de precios moderados como el de 2000-2006, aunque todavía muy inferiores a los de enero de este año. La recuperación a medio plazo de la demanda de petróleo se encuentra condicionada por la incertidumbre sobre el perfil e intensidad del repunte de la actividad —que, según el escenario base del Banco Mundial, será moderada, de modo que el PIB mundial estaría en 2021 todavía 5,9 pp por debajo de su previsión de enero⁹—, y por los cambios potenciales en los patrones de comportamiento de los consumidores en el escenario posepidemia. Por el lado de la oferta, las discrepancias en el seno de la OPEP+ no permiten descartar nuevos desencuentros a la hora de cumplir el acuerdo alcanzado antes de su expiración en agosto de 2022. En esta dirección apuntarían tanto el modesto grado de cumplimiento del acuerdo por parte de Rusia como la fragilidad intrínseca que han mostrado en los últimos años este tipo de pactos¹⁰.

6 Por ejemplo, entre marzo y abril han sido objeto de acciones negativas de *rating* (bajada de calificación y/o empeoramiento de perspectivas) Arabia Saudí, Angola, Kuwait, Congo, Gabón e Iraq. Fuera de la OPEP, México y Colombia también han sufrido recortes de calificación crediticia, en parte por la caída del precio del petróleo.

7 Según Rystad Energy, muchos operadores estadounidenses se encontrarían al borde de la quiebra a pesar de la recuperación parcial reciente del precio del WTI (véase *US bankruptcies and how to avoid them: the costs and benefits of saving E&Ps via royalty exemptions*, comunicados de prensa, investigación y análisis de Rystad Energy, 20 de mayo de 2020).

8 Según la Asociación de la Industria de Petróleo y Gas en el Reino Unido, un cuarto de las empresas de extracción del Reino Unido se enfrenta a dificultades financieras (véase N. Coleman, *Oil & Gas UK warns of 'increasingly grim' North Sea outlook, urges more support*, Market Insights, S&P Global Platts).

9 En su escenario base, el Banco Mundial estima un crecimiento para la economía global del -5,2% para 2020, lo que supone una revisión a la baja de 7,7 pp respecto a sus previsiones de enero, y un crecimiento del 4,2% para 2021. Véase World Bank (2020), *Global Economic Prospects*, junio, Washington, DC.

10 Esta fragilidad viene explicada por factores tales como la aparición de productos sustitutivos, las mejoras de eficiencia y la irrupción de nuevos proveedores [véase World Bank Group (2020), *Commodity Markets Outlook*, abril, Box 1, «Set up to fail? The collapse of commodity agreements», Washington, DC).