

Comentario Económico del día

Escrito por: Nelson Vera

Enero 15 de 2020

Perspectivas del precio del petróleo: entre la geopolítica y los fundamentales

El año 2020 inició con repuntes en la volatilidad del precio del petróleo ante el escalamiento en las tensiones geopolíticas entre Estados Unidos e Irán. Si bien ello implicará mayor complejidad geopolítica-local en Medio Oriente, su impacto sobre el mercado luce aún moderado. En efecto, dada la menor dependencia energética por cuenta del *shale oil* en Estados Unidos, el incremento de precios fue moderado (hacia niveles cercanos a los US\$70/barril-Brent) y transitorio. Actualmente, el Brent se ha estabilizado en niveles cercanos a los US\$65/barril, al percatarse los mercados que las retaliaciones de Irán han estado meticulosamente calibradas para evitar el escalamiento bélico. En esta nota analizaremos la visión de Anif sobre dicho mercado petrolero y la senda prospectiva del precio durante 2020.

Recordemos que durante 2019 el precio del petróleo se redujo hacia los US\$64/barril (-10% vs. los US\$71/barril de 2018), pesando allí el efecto compuesto de: i) la desaceleración global por cuenta de las tensiones comerciales; y ii) incapacidad del pacto OPEC+ para reducir la producción global, habiéndose estabilizado cerca de los 100MBD durante dicho año.

De cara a 2020, la senda del precio del petróleo dependerá de tres elementos de incertidumbre clave por el lado de la oferta: i) las perspectivas de desaceleración en la producción americana de *shale-oil*; ii) el grado de cumplimiento del nuevo pacto de recortes de la OPEC+, ampliándose hacia 2.1MBD (vs. los anteriores 1.1MBD) al menos hasta el mes de marzo de 2020; y iii) la tensión geopolítica Estados Unidos-Irán, aunque su impacto sobre el mercado petrolero tiene atenuantes estructurales de menor dependencia energética del medio oriente (según lo mencionado). Por el lado de la demanda, habrá que evaluar el efecto del estancamiento de la economía global en niveles del 2.7% durante 2020.

Producción de *shale-oil* en Estados Unidos

El auge del *shale-oil* ha llevado a Estados Unidos a ser el primer productor global, llegando actualmente a

niveles cercanos a los 12MBD (más que duplicándose dicha producción durante la última década). Ello lo ha convertido en la válvula de escape del mercado petrolero (el llamado “*swing producer*”, papel que otrora ocupara Arabia Saudita, siendo por primera vez exportador neto de petróleo (aunque su aparato de refinerías del golfo de México sigue acoplado para procesamiento de crudos externos).

Ahora bien, en años recientes las empresas de dicha industria-*shale* han tenido dificultades financieras (excesivo apalancamiento y pérdidas en su PyG), dada su persistente necesidad de capital-fresco para mantener sus operaciones de perforación (atadas al rápido declive de los pozos de esquisto). El nerviosismo del mercado frente a dicha industria ha implicado incrementos cercanos al 50% en el costo del capital (ver Goldman Sachs, 2019). Ello probablemente implicará fuertes desaceleraciones en el crecimiento de dicha producción, pasando del actual +30% anual hacia niveles más cercanos al 5%-10% anual. Nótese cómo el indicador líder de pozos activos viene descendiendo hacia unos 660 (menos de la mitad de lo observado en los picos de 2012-2013 y -25% anual frente a inicios de 2019).

Recortes de producción OPEC+

El acuerdo de recorte OPEC+ de 2019 fue perforado por los reiterados incumplimientos de Rusia, Nigeria e Iraq, ver *The Economist*, diciembre 18 de 2019. Ello debió ser compensado por recortes adicionales del orden de 0.5MBD por parte de Arabia Saudita, elevando las tensiones al interior del cartel. Dicho expediente arroja algo de escepticismo sobre los mencionados recortes de 2MBD del nuevo pacto. Aun de lograrse cumplimiento total del acuerdo, probablemente la reducción en la oferta global será más cercana a los 1-1.5MBD, compensando esos recortes los incrementos en las producciones de países por fuera de la OPEC+ (Brasil, Guyana y Noruega).

Continúa

Escrito por: Nelson Vera

Por ahora, Arabia Saudita sigue empeñado en dar soporte a los precios del petróleo, buscando metas duales de: i) mayor solidez fiscal-presupuestal; y ii) asegurar el éxito de la reciente flotación de su petrolera estatal ARAMCO, buscando contrarrestar las preocupaciones de los mercados externos por cuenta de la opacidad de su gobierno-corporativo y potenciales ataques a sus instalaciones (como el ocurrido en septiembre de 2019).

Tensiones Geopolíticas y su efecto sobre la economía americana

Aparte del mencionado auge del *shale oil*, hay dos elementos estructurales que estarán limitando la afectación de la economía de Estados Unidos (y el grueso de Occidente) derivada de las tensiones en Medio Oriente. En primer lugar, cabe destacar la tendencia descendente de largo plazo en la llamada “intensidad energética” del crecimiento de Estados Unidos (ver Deutsche Bank, 2020). Cálculos recientes sugieren que la cantidad de *inputs* energéticos-fósiles requeridos para producir una unidad de PIB-real se ha reducido en cerca del 60% durante los últimos 40 años. Dicho en otras palabras, un barril de petróleo hoy “alcanza” a producir cerca del triple de producto vs. los niveles de 1973, ver gráfico adjunto.

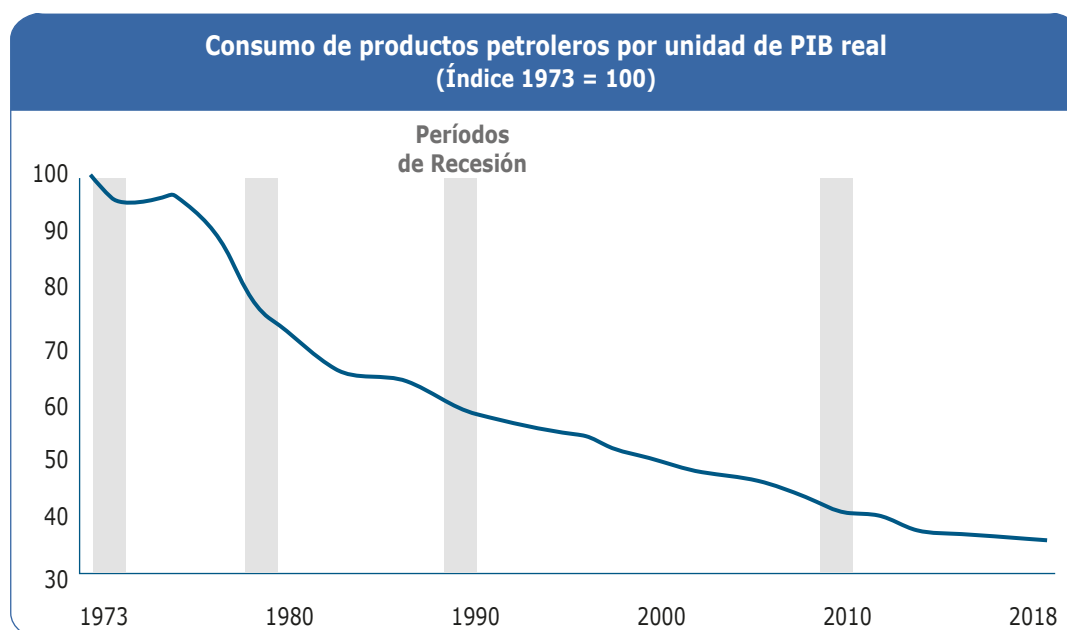
¿Qué explica esa mayor eficiencia energética? Algo de ello proviene del uso de fuentes alternativas de energía renovable, pero su efecto es aún pequeño (explicando hoy dichas fuentes solo un 11% del consumo total de energía). Tal vez el efecto más marcado obedece a la innovación tecnológica, evidenciándose ello en que la expansión del número de hogares americanos durante

las últimas cinco décadas (cerca de 130 millones actualmente, +50% vs. 1973) ha implicado aumentos apenas moderados en su consumo de energía agregado (+11% acumulado durante ese mismo período), ver Tett, 2020.

El segundo factor estructural de menor dependencia energética radica en el viraje “normal” del desarrollo económico desde la industria (intensiva en energía) hacia los servicios (relativamente menos intensivos en consumo energético).

En la coyuntura actual, esa mayor resiliencia implica que incluso interrupciones efectivas de la oferta en Iraq (4.5MBD) e Irán (ya en niveles reducidos de 0.5MBD) tendría afectaciones moderadas en la economía global. Estimaciones recientes sugieren que interrupciones totales de la producción de dichos países (al menos por un mes) podrían elevar el precio del petróleo en cerca del 10% (US\$6/barril), afectando el crecimiento global en cerca de 0.1%-0.2% anual, ver JP Morgan, 2020.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, Anif estima que el estancamiento de la demanda global probablemente compensará los elementos de oferta referidos a la desaceleración en la producción del *shale-oil* y los recortes OPEC+. Por ello, pronosticamos un escenario base de precios del petróleo del orden de US\$65/barril-Brent para 2020 (levemente superior a los US\$64 de 2019). Bajo un escenario estresado de escalamiento de tensiones en Medio Oriente (con interrupciones efectivas de oferta), dichos precios podrían elevarse al rango US\$70-75, aunque la probabilidad de ocurrencia de este escenario es reducida.



Fuente: Deutsche Bank y Financial Times.