

05 de febrero de 2016

## Oferta y Demanda de Petróleo

Los mercados arrancaron el año con un profundo nerviosismo. Esto se fundamenta en tres circunstancias. La primera es el crecimiento global, particularmente el miedo a una fuerte desaceleración de las economías emergentes y China. La segunda cuestión que despierta temores tiene que ver con los efectos nocivos de contar con tasas de interés extremadamente bajas por un lapso prolongado de tiempo, entendiéndose burbujas bursátiles y de crédito. La tercera preocupación es el brutal desplome del crudo y sus consecuencias. Las primeras dos circunstancias las discutimos [aquí](#). Hoy nos enfocaremos en el volátil precio del crudo.

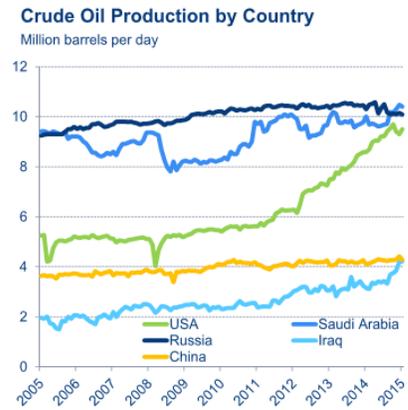
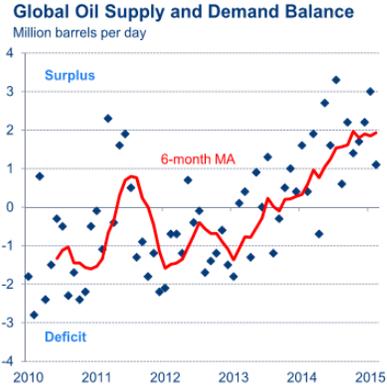
A medida que más informes leo en relación al petróleo, tengo más inquietudes que certezas. Dada la complejidad del mercado y la imprecisión de la información que circula, es difícil encontrar reportes u opiniones realmente esclarecedoras. Por ello resumiremos las ideas más interesantes que leí estos últimos días. Recomiendo particularmente [este informe](#) público del departamento de Research del BBVA, muy claro y con información bien detallada.

El mercado está desbalanceado. Durante los últimos dos años la oferta creció a un ritmo mayor a la demanda y, como respuesta natural, los precios cayeron. Una cuestión importante a remarcar es que ni la oferta creció de un día para el otro ni la demanda se desplomó repentinamente. Todo el proceso fue paulino.

Como se puede observar en los dos gráficos a continuación, de un mercado balanceado en 2013 pasamos lentamente a un mercado con un exceso de oferta de 2 millones de barriles por día (mmbpd) en la actualidad. Este fuerte crecimiento de la oferta se explica por el impresionante crecimiento de la producción americana, que pasó de poner en el mercado cerca de 5 mmbpd en la década pasada a producir más de 9 mmbpd en el 2015.

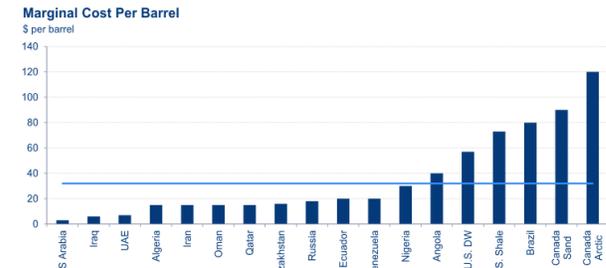
Ahora bien, si el mercado veía un aumento en la producción americana y un exceso de oferta cada vez más grande ¿Por qué tardó tanto en ajustar el

precio y lo hizo de forma tan brusca? Por varios motivos.



Fuente: Oil Price Outlook, BBVA Research USA, Enero 2016.

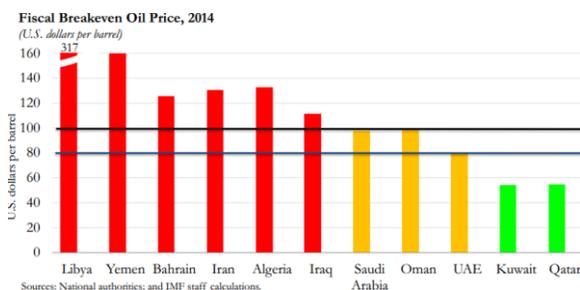
El primer factor y quizás el más importante fue la decisión de Arabia Saudita de no recortar la producción. De esta manera, la oferta de la OPEP que solía actuar como estabilizadora de mercado y ponía un piso a los precios mediante ajustes en la producción, en este caso actuó en sentido contrario. Dado los costos de extracción por barril para los países de la OPEP, aún a estos precios la producción es rentable, sobre todo en Arabia Saudita.



Fuente: Oil Price Outlook, BBVA Research USA, Enero 2016.

Por otro lado, más allá de la rentabilidad de su producción, estas economías suelen ser

exportadoras de un solo producto y sus ingresos fiscales se encuentran totalmente atados al crudo. Lo que se denomina el precio breakeven fiscal, el precio del crudo a partir del cual las finanzas públicas de cada país cierran, está más cerca de los U\$100 por barril y hasta incluso por encima en muchos casos. Por esto la mayoría de las economías exportadoras, dentro y fuera de la OPEP, piden a gritos una política consensuada para reducir la producción.



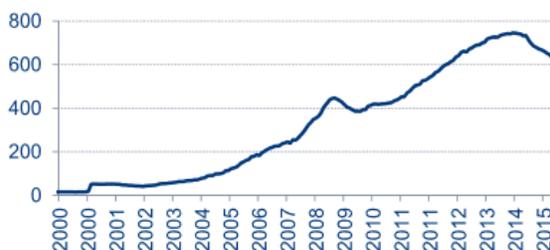
Fuente: Middle East and North Africa Regional Economic Outlook, FMI.

Sin embargo, el jugador de mayor peso dentro la OPEP mantiene otra postura y no da el brazo a torcer. Arabia Saudita protege firme su cuota de mercado. No sabemos bien el motivo, si es para sacar del mercado a los productores de shale americano o para castigar a Irán y Rusia, cuya relación se sabe que no es del todo amigable. Más allá de su motivación, lo cierto es que el país Árabe cerrará el 2015 con un rojo fiscal cercano al 20% del PBI cuando hace tan sólo un par de años mostraba un superávit del 10%.

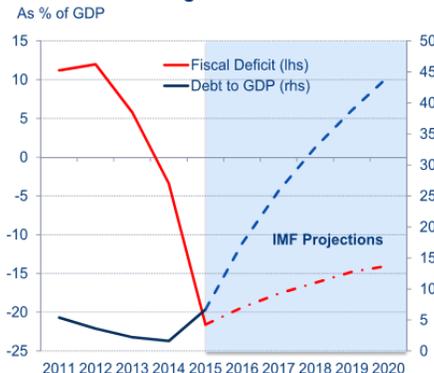
¿Cómo es posible que esto no los ponga un poco nerviosos? En estos años de bonanza acumuló más de 600.000 millones de dólares de reservas y redujo su deuda a menos del 5% del PBI. Dicho de otra forma, sus finanzas públicas y reservas petroleras le permiten extender la política actual por un periodo considerable.

## Saudi Arabia: Foreign Reserves

Total minus gold, EOP, Billion US\$



## Saudi Arabia: Budget Balance and Debt

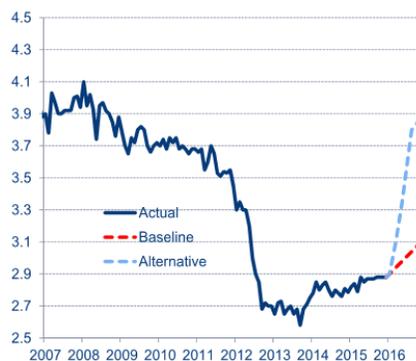


Fuente: Oil Price Outlook, BBVA Research USA, Enero 2016.

Un segundo factor muy importante en la baja de precios fue el levantamiento por parte del Consejo de Seguridad de Naciones Unidas de las sanciones impuestas contra Irán luego del acuerdo nuclear. Estimaciones conservadoras calculan que Irán podría incrementar en el corto plazo su producción desde los actuales 2,8 mmbpd a los 3,8 que producía hasta el último endurecimiento de las sanciones en 2012. Al contar con una de las mayores reservas del mundo, en el largo plazo podría incluso aumentar su capacidad de producción por encima de los 5 mmbpd. Claramente esta nueva oferta le pegó de lleno a los precios.

## Iran: Crude Oil Production

Million barrels per day



Fuente: Oil Price Outlook, BBVA Research USA, Enero 2016.

El tercer factor clave que explica la dinámica de precios es el excepcional crecimiento de la producción en Estados Unidos. A diferencia de Arabia Saudita, el shale americano además de tener costos de extracción mucho más altos, también responde a las señales de precios. Como a los precios del último tiempo el negocio dejó de ser rentable, la inversión en el sector se derrumbó, dando una luz de esperanza para rebalancear el mercado. Si bien las estimaciones

de la EIA para este año indican un recorte en la producción en Estados Unidos de tan sólo de 160 mil barriles por día, muy por debajo de lo que se necesita para balancear el mercado, en 2017 la producción americana seguramente seguirá en detrimento.

Miren los gráficos a continuación. En el primero se ve la marcada caída en la actividad de perforación en Estados Unidos. En el segundo, el derrumbe en la inversión en el sector. En el tercero, como la solidez financiera de las empresas del sector comienza a verse deteriorada. En el cuarto, como está aumentando el número de quiebras en el sector a partir de la baja de precios de 2015. Estos datos son para Estados Unidos, bien se podría extrapolar para otros países productores. ¿Todos estos gráficos no adelantarían un futuro recorte de la oferta? Seguramente así sea, pero abra que esperar.

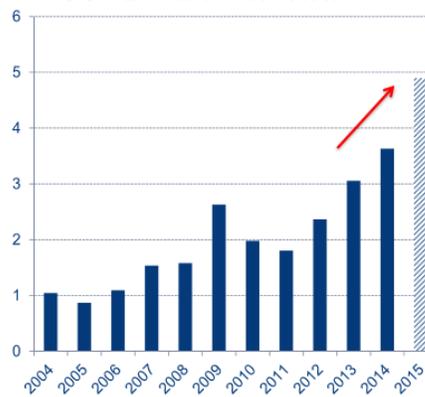
**U.S. Active Rig Count and WTI**



**U.S. Real Private Fixed Investment**

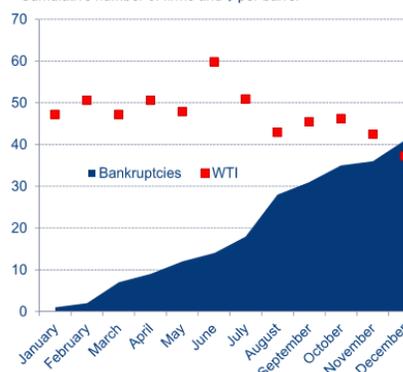


**% U.S. E&P Median Net Debt to EBITDA**



**U.S. Bankruptcies in Oil and Gas in 2015**

Cumulative number of firms and \$ per barrel



Fuente: Oil Price Outlook, BBVA Research USA, Enero 2016.

Existe un riesgo en la baja del precio del crudo que despierta bastante temor en el mercado. Como mencionamos, el deterioro financiero de muchas empresas del sector, sobre todo las más pequeñas y apalancadas, provocará eventos crediticios y de liquidez muy dañinos para los productores. El potencial contagio al sector financiero es lo que más temores despierta, todavía tenemos el fantasma de la crisis de las hipotecas muy cerca. Este factor está contrarrestando los efectos expansivos del crudo barato vía un aumento del ingreso disponible de las familias y una caída en los costos de producción de las empresas.

Para terminar, la mayoría de estimaciones muestran una recuperación en el precio del crudo a partir del segundo semestre del 2016. Como mostramos, a los precios actuales la oferta caerá. Sin embargo, los precios en el largo plazo difícilmente recuperen los niveles previos. Hoy contamos con la nueva oferta marginal de crudo no convencional en Estados Unidos y latente en otros países, que a determinados precios aparecerá nuevamente, poniendo un techo a los

precios. En el caso de tener acciones petroleras, en lo personal esperaba mejores niveles de precios para vender, pero sabiendo que difícilmente los valores de las compañías alcancen los niveles previos.