

*Pedro Antonio Merino García\**  
*Rodnan Karim García Ramírez\*\**

## EVOLUCIÓN DEL MERCADO DEL PETRÓLEO EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 2009 Y PREVISIONES A CORTO PLAZO

El objetivo de este artículo es analizar la previsible evolución del mercado del petróleo en el corto plazo, con todas las salvedades que el complicado entorno económico introduce en el análisis. En primer lugar, se estudia la reciente evolución de los precios, el efecto del tipo de cambio y la coyuntura particular del crudo ligero estadounidense. En segundo lugar, se comparan los balances oferta-demanda de petróleo según las principales agencias oficiales. En tercer lugar, se analizan los factores determinantes del precio a corto plazo, separándolos en factores de demanda, de oferta y variables financieras. Finalmente, se presentan las previsiones de precios, clasificadas por tipología de analistas.

**Palabras clave:** petróleo, precios, mercados financieros, OPEP, OCDE.

**Clasificación JEL:** L71, E64.

### 1. Evolución reciente de los precios del petróleo

Hace un año los precios estaban en pleno *rally* alcista, alcanzando en julio un máximo histórico, tanto en términos nominales como reales, de 147 dólares por barril para el futuro de los crudos marcadores internacionales. Ahora, diez meses después, han evidenciado una severa corrección de hasta casi un 75 por 100, la mayor de la historia en un periodo tan corto de tiempo. Los precios fluctúan en una banda que a lo largo de lo transcurrido de 2009 se ha situado entre los 35 y los 55 dólares por barril.

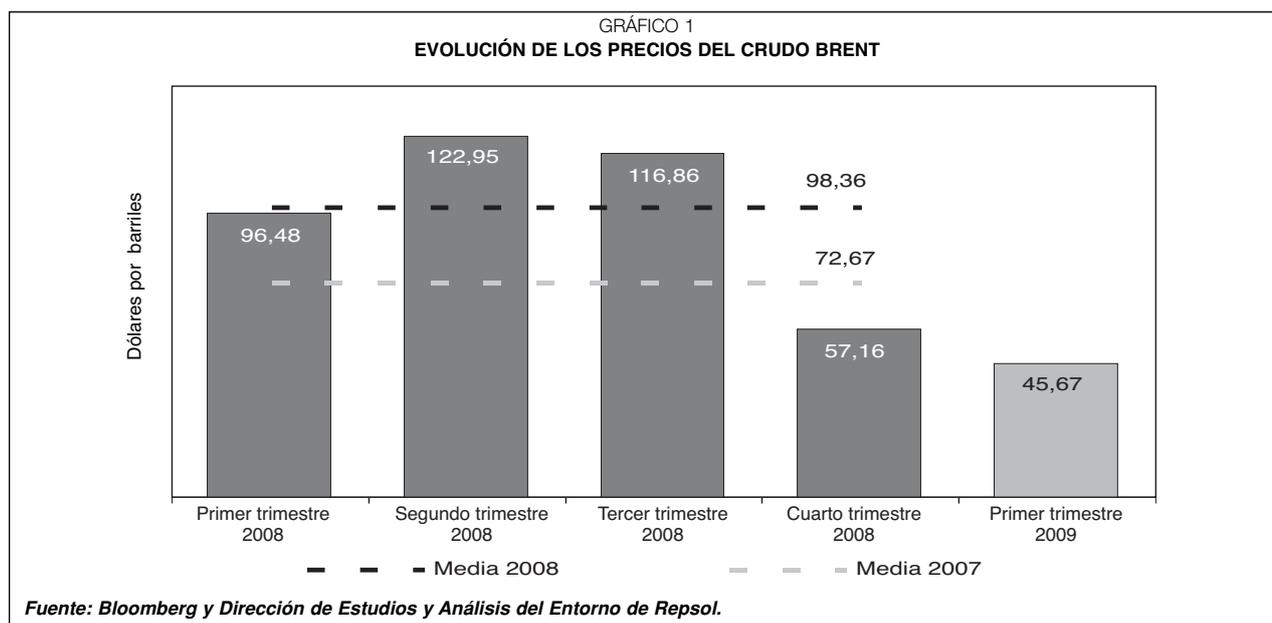
En los últimos trimestres, la palabra clave al hablar de precios ha sido la volatilidad. El precio

medio de 2008 del crudo Brent –*benchmark* europeo–, se situó en los 98,36 dólares por barril, más de 25 dólares por encima de la media de 2007. No obstante, la evolución a lo largo de 2008 fue visiblemente dispar. Durante la primera mitad del año, la tendencia fue claramente alcista; a partir de julio se produjo una caída significativa del precio que alcanzó un mínimo –en más de tres años– de 36,6 dólares a finales de diciembre. Después de estos mínimos, el precio ha ido aumentando, aunque con amplios movimientos provocados por factores fundamentales y financieros, que se analizarán posteriormente.

Durante el primer trimestre de 2009, el precio del Brent no superó los 46 dólares por barril y, aunque no en los máximos niveles de 2008, la volatilidad se mantuvo muy por encima de la media histórica. ▷

\* Director de Estudios y Análisis del Entorno. Repsol.

\*\* Técnico Senior. Dirección de Estudios. Repsol.

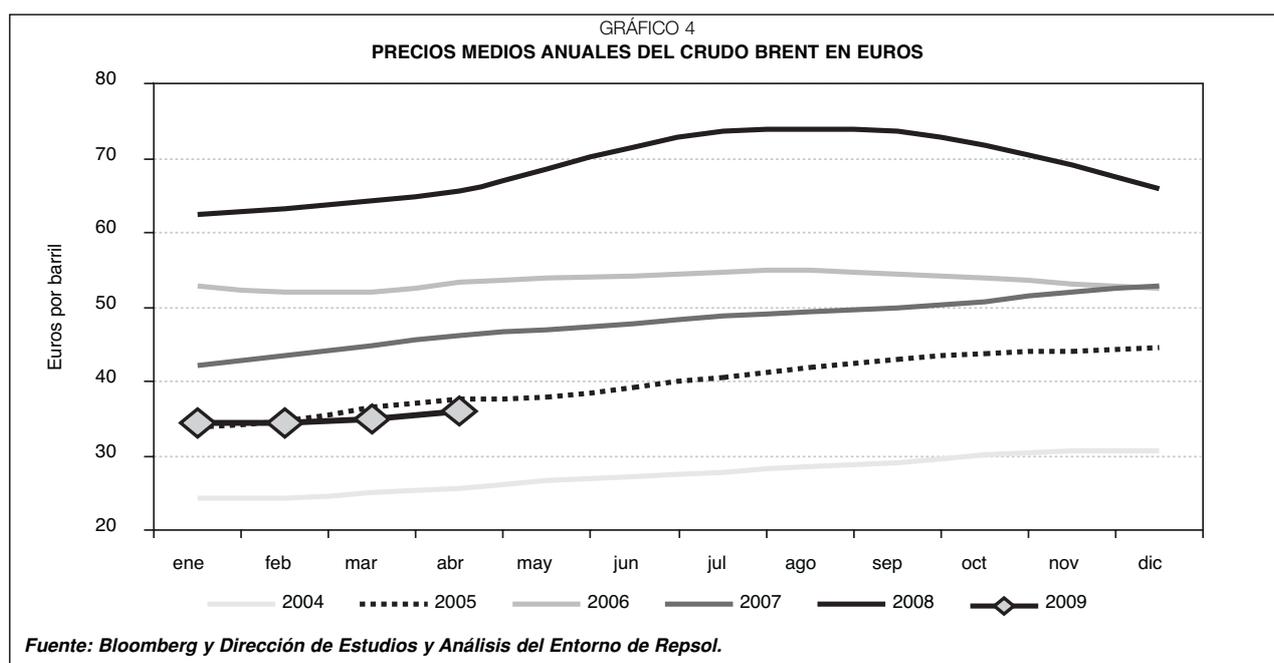
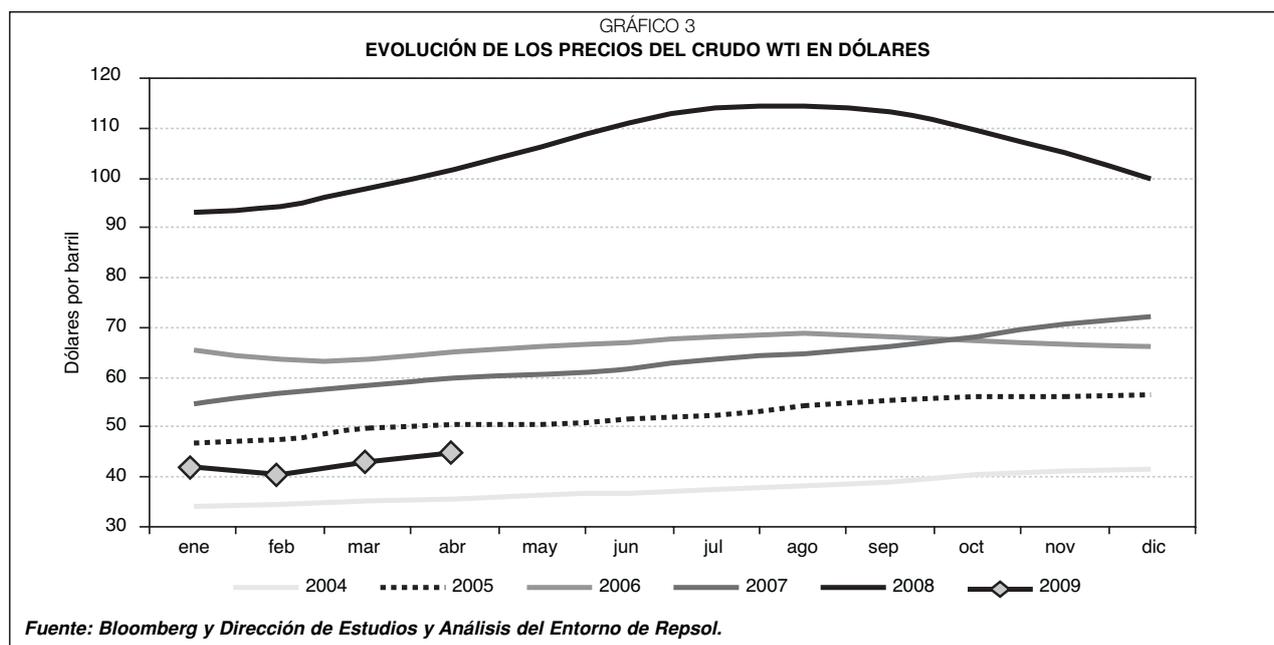


En dólares, el precio medio del primer trimestre de 2009 del crudo marcador americano, el *West Texas Intermediate* (WTI), fue de 45 dólares por barril, lo que lo situó incluso por debajo de los niveles de 2005.

En términos de euros, la evolución del precio medio anual del Brent durante el primer trimestre de 2009 también fue muy similar a la de 2005, situándose en una media de 35 euros por barril.

### 1.1. La evolución del precio del WTI versus el Brent

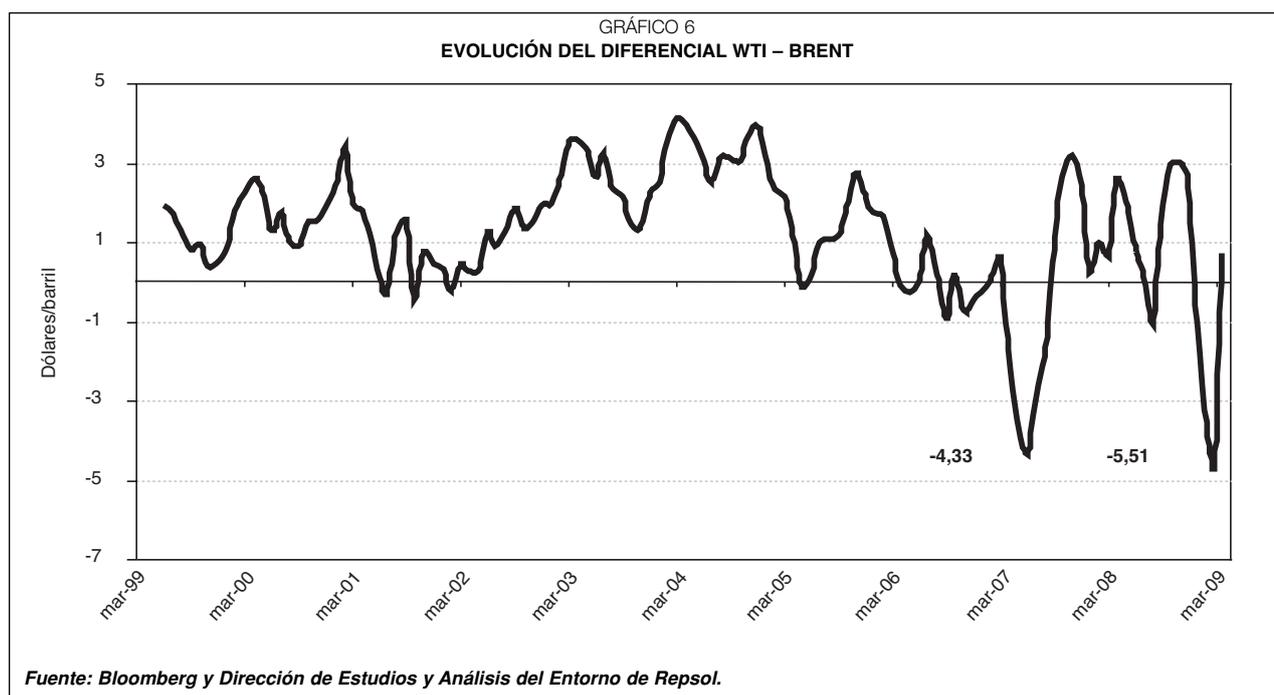
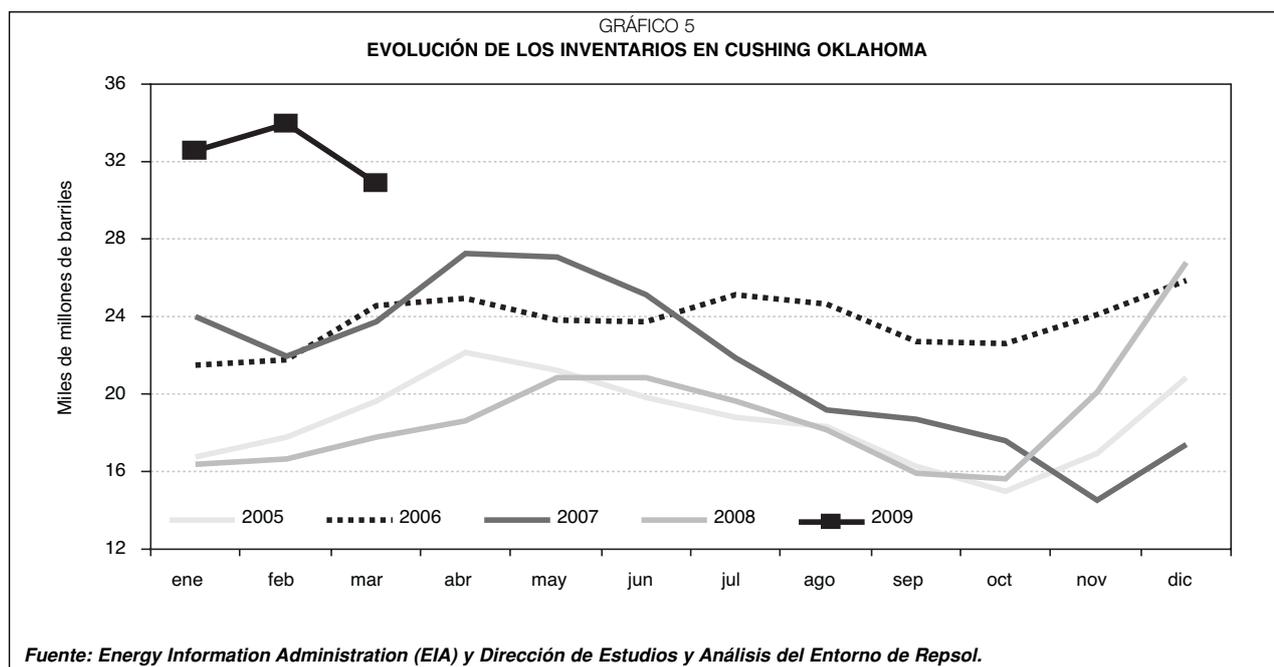
Durante los primeros meses de 2009, la evolución del WTI ha estado estrechamente ligada a la evolución de los inventarios de crudo y productos en EEUU, especialmente en la región de Cushing, Oklahoma, lugar de entrega física del subyacente del futuro del crudo ligero negociado en la bolsa ▷



de materias primas de Nueva York, (*New York Mercantile Exchange*), y donde confluyen gran parte de los oleoductos estadounidenses.

El aumento de las importaciones de crudo desde Canadá y la caída de la demanda regional, han causado que los inventarios en esta zona alcancen máximos históricos. La consecuencia de esa fuerte acumulación de inventarios ha sido la disminución del *premium* del precio del WTI sobre otros crudos marcadores como el Brent.

En lo que se refiere a la curva de precios del petróleo para distintos vencimientos temporales, el precio para entregas a un mes ha sido muy inferior al de entregas a un año, «contango». Para muchos analistas esto indica el sentimiento bajista del mercado y la debilidad de la demanda; para otros es, fundamentalmente, consecuencia de las restricciones crediticias existentes que no permiten financiar operaciones de arbitraje temporal, comprando crudo al contado y almacenándolo para entrega ▷



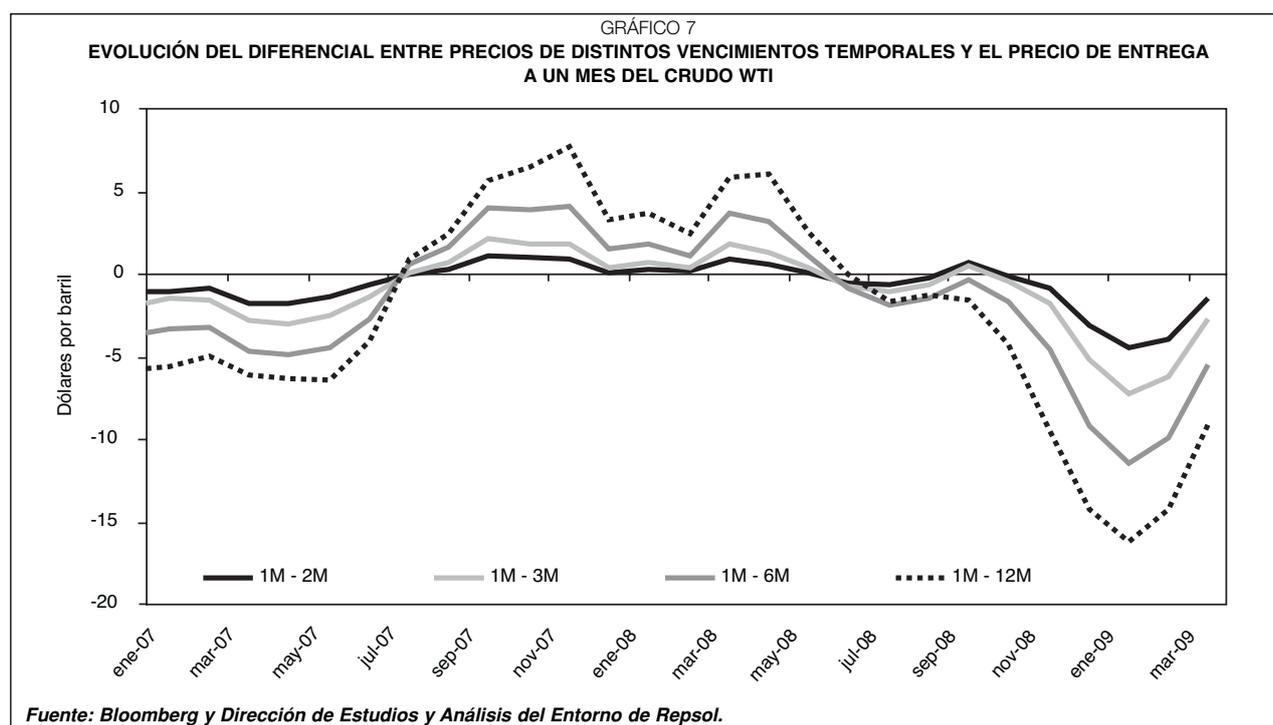
futura; para otros analistas también es consecuencia de la falta de capacidad de almacenaje, ante lo elevado de los niveles de inventarios existentes.

En cualquier caso, los diferenciales de precios para entregas a futuro están disminuyendo, y una de las causas puede estar relacionada con las disminuciones de las tensiones crediticias en Estados Unidos.

## 2. Previsiones del balance oferta-demanda de agencias oficiales

A medida que salen a la luz nuevos datos económicos y de demanda de energía se va conociendo la verdadera magnitud de la crisis y sus efectos en la demanda de petróleo. Los informes de abril tanto de la Agencia Internacional de la Energía ▷

EVOLUCIÓN DEL MERCADO DEL PETRÓLEO EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 2009...



CUADRO 1.  
BALANCE PARA 2009 SEGÚN LAS AGENCIAS PÚBLICAS INTERNACIONALES  
(Millones de barriles diarios)

	AIE			OPEP			EIA		
	2009	Rev.*	Crec. anual	2009	Rev.*	Crec. anual	2009	Rev.*	Crec. anual
Demanda.....	83,4	-0,99	-2,37	84,2	-0,4	-1,40	84,1	-0,18	-1,36
OCDE.....	45,2	-0,76	-2,36	46,0	-0,3	-1,50	45,7	-0,12	-1,62
no-OCDE.....	38,3	-0,23	-0,01	38,2	-0,1	0,10	38,4	-0,06	0,26
China.....	7,9	-0,01	0,04	8,0	-0,1	0,00	8,0	-0,14	0,10
Oferta no-OPEP.....	50,3	-0,28	-0,30	50,6	-0,1	0,30	49,8	0,01	0,02
No-OPEP excl. FSU.....	37,8	-0,28	-0,05	38,0	-0,1	0,30	37,3	-0,06	0,06
FSU.....	12,5	0,00	-0,25	12,6	0,0	0,00	12,5	0,07	-0,04
OPEP condensados y LGN.....	5,0	0,00	0,30	4,8	0,0	0,40	4,9	0,01	0,41
Requer. de crudo OPEP + var. Invent.	28,2	-0,71	-2,27	28,2	-0,3	-2,10	29,5	-0,20	-1,79

\* Revisiones respecto al mes anterior.  
Fuente: mensuales de abril de la AIE, la OPEP y la EIA, y Dirección de Estudios y de Análisis de Repsol.

(AIE), como de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y de la Administración de Información Energética de EEUU (EIA), representan la visión «oficial» de la situación del mercado del petróleo y de las previsiones a corto plazo de oferta y demanda.

Hasta marzo, las agencias mantenían una versión similar sobre la debilidad de la demanda en 2009, con diferencias mínimas. En los informes de abril se revisan de nuevo a la baja las previsiones, pero con diferencias en cuanto al pesimismo sobre la demanda. La AIE espera ahora una caída de 2,4 millones de barriles, tras el recorte de casi 1 millón

de barriles día realizado a sus previsiones de marzo. En este sentido, los tres organismos calculan una caída de la demanda en 2009 de entre 1,4 (EIA) y 2,4 millones de barriles diarios (AIE).

En lo que se refiere a los aumentos previstos de la oferta no-OPEP en 2009, hay diferencias fundamentales pues la OPEP todavía espera aumentos de la producción de 300.000 barriles día; la EIA calcula un mínimo aumento de 10.000 barriles día; y la AIE una caída de 300.000 barriles día. La revisión a la baja de las previsiones de producción no-OPEP ha sido una de las características de los últimos años, y es de esperar que, tras la fuerte caída ▷

CUADRO 2  
PREVISIONES DE CRECIMIENTO ECONÓMICO DE LA OCDE

PIB	Previsiones			Diferencia con noviembre 2008	
	2008	2009	2010	2009	2010
Mundo .....	2,2	-2,7	1,2	-	-
OCDE .....	0,9	-4,3	-0,1	-3,9	-1,6
EEUU .....	1,1	-4,0	0,0	-3,1	-1,6
Japón .....	-0,6	-6,6	-0,5	-6,5	-1,1
Zona euro .....	0,7	-4,1	-0,3	-3,5	-1,5
Otros países* .....	1,9	-3,9	0,3	-3,9	0,3

\* Países de la OCDE no incluidos en la zona euro ni en las siete mayores economías; 2 por 100 PIB mundial.

Fuente: OCDE (30 de marzo 2009, previsiones provisionales).

de los precios y en un entorno de restricción del crédito y de disminución de la demanda, todavía se realicen más revisiones a las previsiones de algunas de las agencias. En cualquier caso, es notable la incertidumbre sobre la evolución prevista, al menos si nos atenemos a que el rango de previsiones va desde una caída de 300.000 barriles día a un aumento de esa misma magnitud. Por otra parte, hay analistas que sitúan la caída de la producción en casi 500.000 barriles días, basándose en que esta caída sería una respuesta lógica de la oferta, dados los actuales costes marginales de producción y la necesidad de costosas inversiones para minimizar el declino de los campos más maduros de petróleo.

Lo más importante de estas previsiones son los cálculos de «requerimientos de crudo OPEP y variación de inventarios», necesarios para equilibrar el balance demanda-oferta en 2009. Las estimaciones de esta cifra oscilan entre 28,2 y 29,5 millones de barriles día. Esto requeriría reducir la producción, respecto a la media de 2008, entre 1,7 y 2,3 millones. Hay que señalar que la producción actual en marzo de la OPEP fue de 27,8 millones de barriles día, ya por debajo de los requerimientos.

### 3. Factores explicativos de la evolución a corto plazo

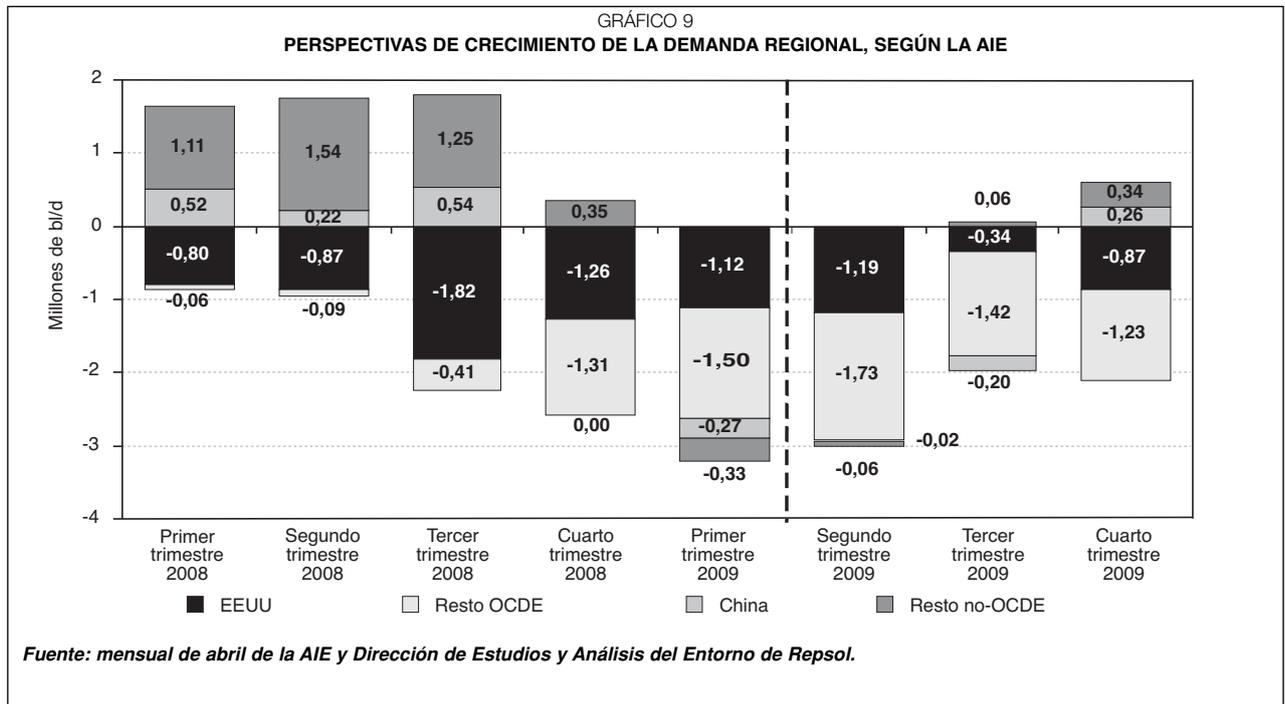
#### 3.1. Factores de demanda: perspectivas de crecimiento económico

Las perspectivas económicas son el principal *input* para estimar el crecimiento de la demanda.

Con cada revisión de las previsiones económicas se produce una nueva proyección de la demanda de crudo. En este sentido, teniendo en cuenta la reciente revisión a la baja de las perspectivas económicas realizadas por organismos públicos internacionales como la OCDE, el FMI y el Banco Mundial, era de esperar que las previsiones oficiales de demanda de petróleo se revisaran a la baja. Por ejemplo, las revisiones de crecimiento del PIB realizadas recientemente por la OCDE, ayudan a explicar las nuevas previsiones de demanda de crudo realizadas por la Agencia Internacional de la Energía.

Es una realidad que el consumo agregado de los países con mayor volumen de demanda de petróleo se ha ido contrayendo desde la segunda mitad de 2008. Aunque parte de esta caída ya la podríamos clasificar como estructural, la eventual recuperación de los niveles tendrá mucho que ver con la evolución económica de estos países. Estados Unidos, los cinco grandes de Europa –Francia, Alemania, Italia, España y Reino Unido–, China, Japón, India, Rusia, Brasil, Arabia Saudí, Canadá, Corea, México e Irán, serán claves para la recuperación del consumo, tal como ha venido sucediendo en las últimas décadas, ya que estos 16 países representan más del 75 por 100 de la demanda mundial de petróleo.

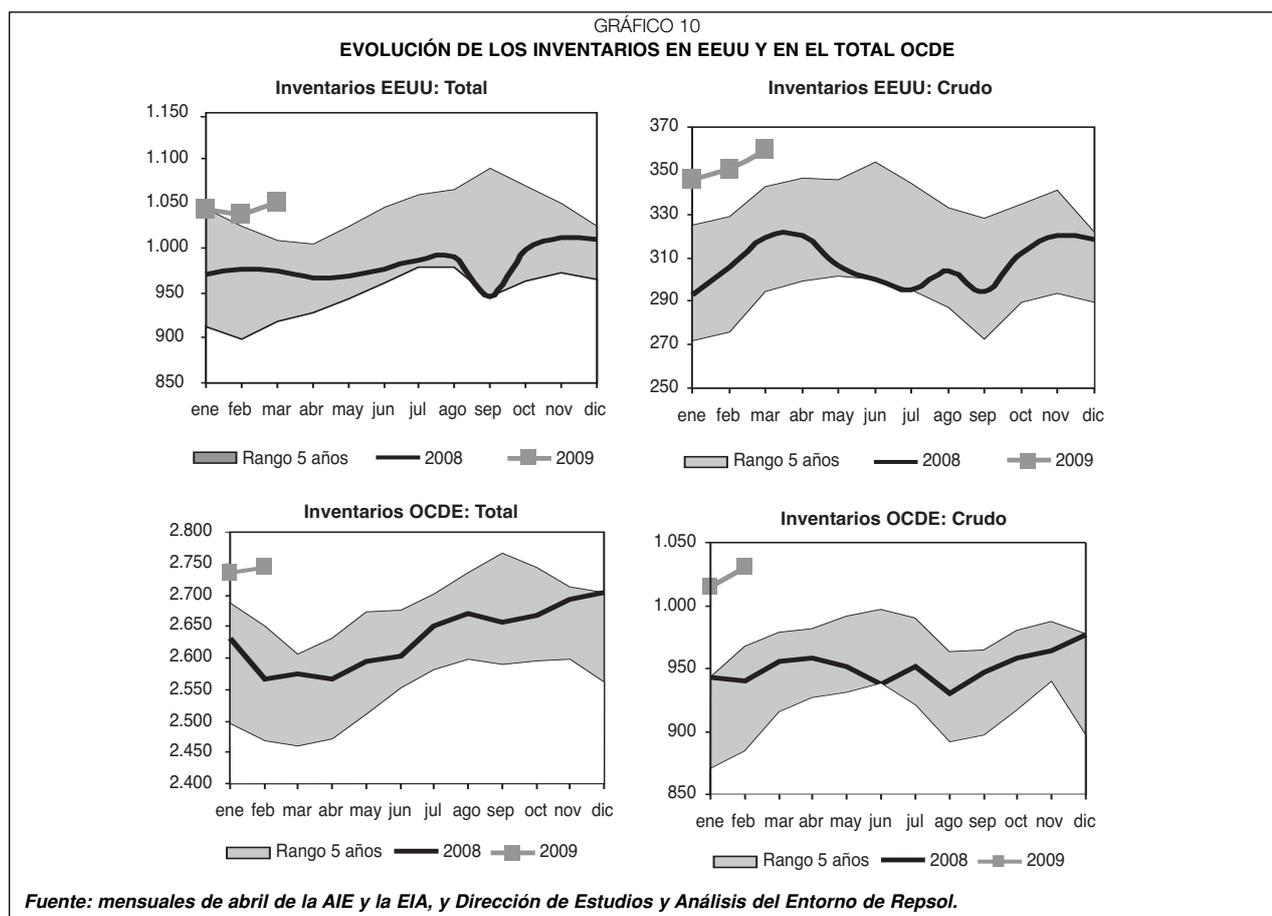
Hoy es conocido que el primer trimestre de 2009 ha sido, probablemente, el de crecimiento económico más bajo desde la Segunda Guerra Mundial, y que los datos de consumo energético y de petróleo han sufrido la peor evolución desde 1980. También sabemos que los países emergentes se han visto arrastrados, durante este primer trimestre, por la ▷



debilidad económica de los países industriales y por el endurecimiento de las condiciones financieras, consecuencia de la mayor aversión al riesgo.

Sin embargo, hay cuatro factores que deberían tenerse en cuenta a la hora de valorar las revisiones del crecimiento de la demanda, que en algún caso parecen excesivamente negativas:

- En primer lugar, el consumo privado se ha estabilizado ya en la zona OCDE y además la respuesta de la demanda de gasolina tiene más que ver con el consumo que con el PIB.
- En segundo lugar, la reducción de precios debería traducirse en menores caídas de demanda.
- En tercer lugar, la demanda de energía para ▷



el sector industrial, incluido el transporte de mercancías, debería haberse desplomado durante los meses de febrero y marzo, alcanzando los niveles mínimos del año, como consecuencia de la caída de la producción industrial. En este sentido, los indicadores adelantados señalan que la caída de la producción industrial podría haber tocado mínimos en marzo.

– Por último, y no menos importante, los recientes acuerdos del G-20 para apoyar la liquidez mundial y el conjunto de políticas monetarias y fiscales pro-crecimiento deberían permitir una estabilización de la demanda de petróleo en la segunda mitad de 2009 respecto al mismo periodo de 2008.

### 3.2. Factores de demanda: situación de los inventarios

Además de las condiciones de demanda propiamente dichas, existe otro factor que contribuye al

sentimiento bajista de los mercados y es el elevado nivel de inventarios existente, tanto en la OCDE como en el resto del mundo.

Los datos son indicativos de un mercado bastante holgado en este aspecto, ya que la tendencia se sitúa por encima de los niveles medios de los últimos cinco años. La caída de la demanda y el comportamiento contango en la curva de futuros, propician este aumento de los inventarios.

### 3.3. Factores de oferta

Pasando a analizar la oferta, los puntos más destacados son: las decisiones de la OPEP sobre sus cuotas, y la imposibilidad de la no-OPEP para mantener sus niveles de producción a los actuales niveles de precios.

De diciembre a marzo de 2009, la OPEP se ha reunido de forma oficial y extraoficial en dos ▷

## EVOLUCIÓN DEL MERCADO DEL PETRÓLEO EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 2009...

 CUADRO 3  
 CUOTAS Y PRODUCCIÓN OPEP

Países	Producción feb-09	Producción mar-09	Producción 1 ener 2009 (1)	Cumplimiento del del recorte (porcentaje)	Producción sostenible (2)	Capacidad excedente
Arabia Saudita (3) .....	7,95	7,95	8,05	108	11,00	3,05
Irán .....	3,70	3,65	3,34	45	4,00	0,30
Kuwait (3) .....	230	2,25	2,22	93	2,65	0,35
EAU .....	225	2,25	2,22	92	2,85	0,60
Venezuela (4) .....	2,10	2,10	1,99	69	2,40	0,30
Nigeria (5) .....	180	1,78	167	66	2,50	0,70
Angola (1) .....	1,65	1,65	1,52	46	2,10	0,45
Libia .....	1,58	1,52	147	80	1,77	0,19
Argelia .....	1,25	1,22	1,20	91	1,43	0,18
Qatar .....	0,75	0,74	0,73	92	0,90	0,15
Ecuador (6) .....	0,48	0,26	0,43	57	0,50	0,02
Subtotal OPEP-11 .....	25,81	25,57	24,85	83	32,14	3,33
Irak .....	2,26	2,27	-		2,50	0,24
TOTAL OPEP .....	27,99	27,84	-		34,64	6,65

(1) Angola entra en la OPEP en enero de 2007.

(2) Niveles de producción alcanzables en 30 días y sostenidos durante 90 días.

(3) Incluye la mitad de la producción de la Zona Neutral.

(4) Incluye el petróleo extrapesado mejorado del Orinoco, el cual promedió 420 kb/d en abril.

(5) Nigeria excluye 500 mil barriles diarios de producción cerrada.

(6) Ecuador entra en la OPEP en diciembre de 2007.

(7) Cuotas obtenidas a partir del porcentaje de distribución de la anterior cuota acordada.

**Fuente:** AIE (mensual de abril) y Dirección de Estudios y Análisis del Entorno de Repsol.

oportunidades, el 17 de diciembre de 2008 y el 15 de marzo de 2009. En su reunión de diciembre los países de la OPEP decidieron recortar la cuota oficial de producción de la OPEP-11 en 4,2 millones de barriles diarios hasta los 24,845 millones de barriles diarios, respecto a los niveles de producción de septiembre de 2008.

En aquel momento, la decisión envió un mensaje confuso al mercado. El presidente de la OPEP, el ministro argelino Chakib Khelil, informó que la nueva cuota oficial se situaba en los 24,845 millones de barriles diarios a partir del 1 de enero de 2009, y que esto representaba un recorte de 2,2 millones respecto a la situación en ese momento. Sin embargo, según los datos de noviembre de la propia OPEP, el recorte implícito efectivo era de 3,1 millones de barriles para llegar a los niveles de cuota acordados a partir de enero. Según el propio Khelil, la base de producción de septiembre fue elegida ya que era la referencia más fiable que tenía la organización.

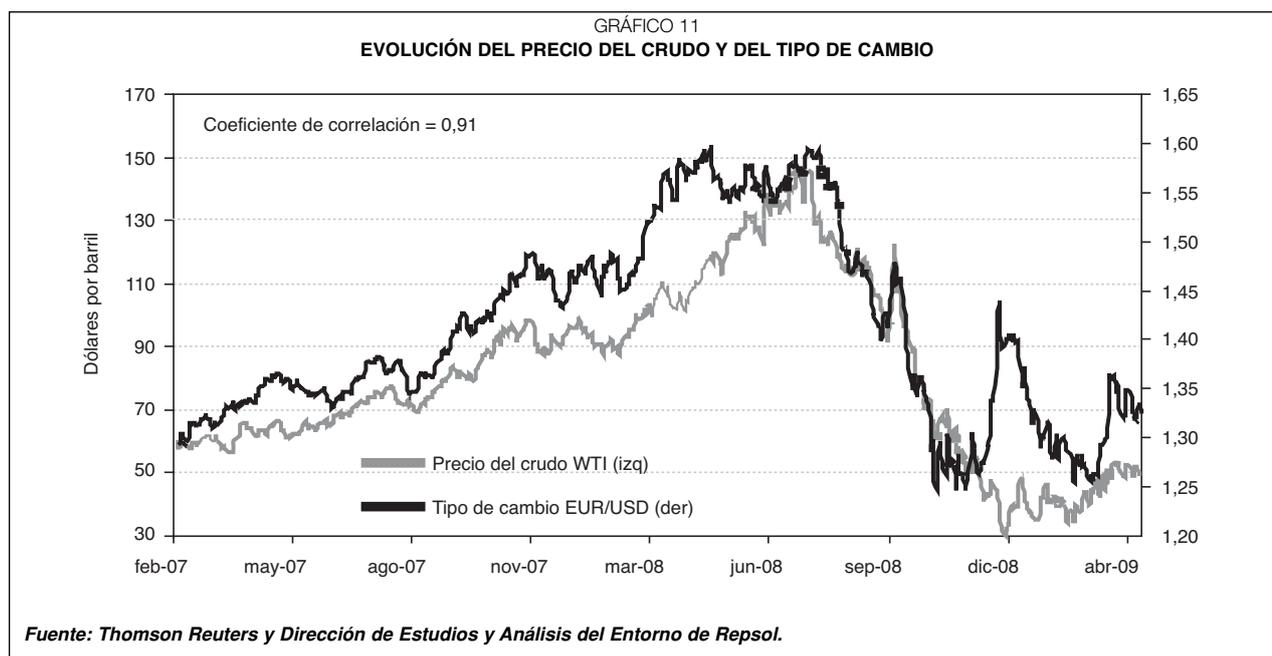
No queda claro el por qué la OPEP presentó la cifra de 2,2 millones frente a la efectiva de 3,1, aunque se especula que las cifras de producción de noviembre no fueron consensuadas por los miembros

del cartel en la publicación de los datos del informe mensual de la OPEP de diciembre.

Además, la OPEP no publicó compromisos de producción por países, lo que fue interpretado por el mercado como una falta de consenso para reducir la producción, originando una caída de los precios.

En la reciente reunión del 15 de marzo, los países de la OPEP decidieron mantener sin cambios la cuota oficial de producción de la OPEP-11 en los 24,845 millones de barriles diarios, vigente desde el 1 de enero de 2009. Sin embargo, y esta fue la declaración más importante, se exigió un verdadero compromiso con las cuotas «teóricas» asignadas a cada país.

En este momento hay que considerar dos puntos de vista dentro del cartel. El primer punto de vista, es el que lidera Arabia Saudita con países como los Emiratos Árabes Unidos y Qatar, en realidad los únicos países que mantienen capacidad ociosa, los cuales abogan por un mayor cumplimiento de las cuotas antes que por mayores recortes. El segundo punto de vista, el de países como Irán, Venezuela y Angola, defiende recortes adicionales como única opción para sostener los precios. ▷



El primer grupo de países es el que más ha ajustado la producción a las cuotas. Así, Arabia Saudita ha alcanzado un porcentaje de cumplimiento del 108 por 100, los Emiratos Árabes Unidos del 92 por 100 y Qatar del 92 por 100. En conjunto, estos países han recortado 1,88 millones de los 3,3 millones realizados por el global de la OPEP-11 hasta marzo. Este grupo de países es el que más teme una caída adicional de la demanda, que les obligaría a aumentar su capacidad ociosa, por lo tanto son, además, los países más interesados en favorecer la recuperación económica internacional. De hecho, el comunicado de la OPEP apoya al G-20 en su tarea de promover el crecimiento global.

Por otro lado, los países que piden mayores recortes son los que menos han ajustado su producción a los nuevos niveles. Irán cumple los recortes en un 45 por 100, Venezuela en un 69 por 100 y Angola en un 46 por 100. Estos países han contribuido con apenas 600 mil barriles del recorte de la OPEP-11 realizado hasta marzo. En este sentido, el enfoque de Arabia Saudita pasa por exigir un mayor cumplimiento de los recortes a estos países con el fin de mantener la credibilidad del cártel como un todo.

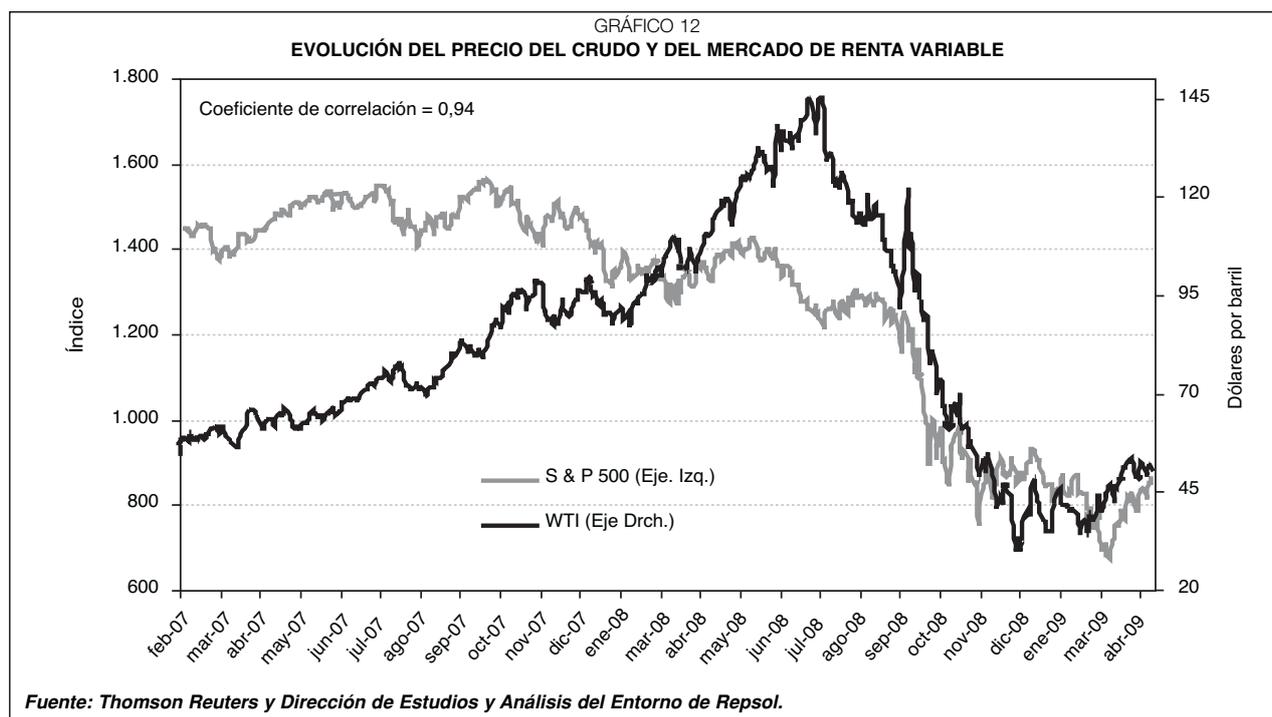
A corto plazo, el cártel está logrando su objetivo, aunque hay que decir también que ayudado por factores ajenos a sus decisiones. Los precios se han ido

recuperando desde la reunión del 15 de marzo, y en las dos últimas semanas ha ganado más de un 15 por 100, pasando del entorno de los 45 a situarse por encima de los 52 dólares. Adicionalmente, al no realizar mayores recortes envía un mensaje de compromiso con la situación global, ya que no sobrestimula los precios y no recarga la factura petrolera de los países consumidores.

El segundo factor de oferta a corto plazo es la capacidad de la no-OPEP para mantener su producción a estos niveles de precios. Las expectativas de crecimiento de la oferta de los países no-OPEP, son muy pesimistas, aunque esto no es nada nuevo ya que sus niveles han ido mermando incluso cuando el sentimiento del mercado era claramente alcista. Ahora es menos lo que se puede esperar de la producción de estos países. Las principales agencias oficiales de energía apuntan a crecimientos marginales, y poco falta para que en sus próximas estimaciones anuncien contracciones de estos volúmenes.

### 3.4. Factores financieros

Desde el inicio de la crisis financiera, se produce un aumento en la correlación y en los movimientos entre los tipos de interés oficiales de la ▷



Reserva Federal estadounidense, el tipo de cambio del dólar, el precio del petróleo y en general de las *commodities* o materias primas negociadas en mercados de futuros organizados.

La evolución reciente también nos demuestra que las expectativas de aumentos potenciales de la inflación, tras las medidas tomadas por la Reserva Federal de EEUU, y la consecuente debilidad del dólar, han devuelto parte del atractivo perdido al mercado de las *commodities*. Sin embargo, todavía queda por ver si este movimiento será sostenido y respaldado por nuevos datos macroeconómicos.

En cualquier caso, tras el agravamiento de la crisis en septiembre de 2008 se ha venido produciendo una venta masiva de los productos financieros más fácilmente vendibles –renta variable y *commodities*–, ya que el desapalancamiento tiene que realizarse en mercados líquidos, como es el de futuros de petróleo y el de bolsa, dada la dificultad de valorar los nuevos productos estructurados. Todo esto se ha traducido en un aumento de la correlación entre la evolución de los índices de bolsa y los precios del crudo, y es indicativo de que la inversión financiera sigue siendo relevante a la hora de hablar de precios del petróleo.

#### 4. Previsiones de precios de consenso

Según el consenso de marzo elaborado por la Dirección de Estudios y Análisis del Entorno de Repsol a partir de las estimaciones de las agencias oficiales, las entidades privadas y el mercado de futuros, la previsión media de precios para 2009 se sitúa, a 15 de abril, alrededor de los 52 dólares por barril de WTI, por encima de los 63 dólares por barril a lo largo de 2010, y a medio plazo superior a los 75 dólares.

El análisis por tipología de analista es el siguiente: el mercado de futuros descuenta un precio medio del WTI superior a los 52 dólares/barril en 2009, por encima de los 63 dólares en 2010 y de los 77 a medio plazo. Las previsiones de los bancos de inversión sitúan el precio medio del crudo alrededor de los 50 dólares en 2009, por encima de los 64 dólares en 2010 y de los 80 a largo plazo. Finalmente, las agencias internacionales y las macro-consultoras prevén un precio medio en 2009 de 54 dólares/barril, marginalmente superior en 2010, y alrededor de los 62 a medio plazo.

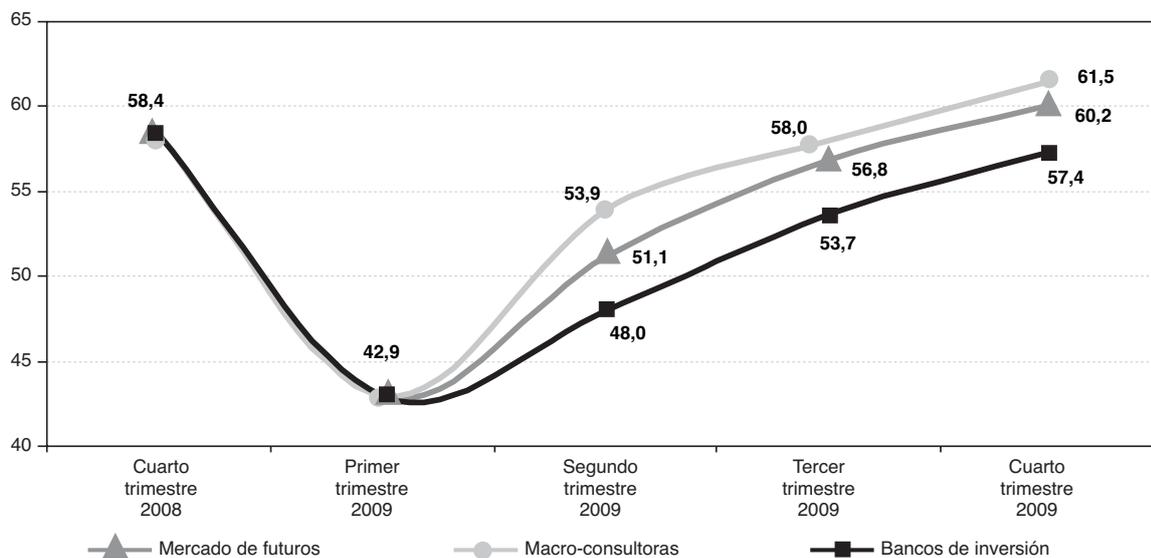
Respecto a las estimaciones de consenso realizadas por los distintos agentes en enero, la situa- ▷

CUADRO 4  
RESUMEN CONSENSO DE ANALISTAS SOBRE EL PRECIO DEL BARRIL WTI

Dólares/barril	Primer trimestre 2009	Segundo trimestre 2009	Tercer trimestre 2009	Cuarto trimestre 2009	2009	2010	Medio plazo
Consenso de abril .....	42,90	51,00	56,16	59,68	52,44	63,94	78,87
Macro-consultoras.....	42,90	53,90	58,00	61,50	54,08	62,92	—
Mercado de futuros .....	42,90	51,14	56,82	60,17	52,76	63,92	77,66
Bancos de inversión.....	42,90	47,98	53,67	57,37	50,48	64,97	80,08

Fuente: Consensus Economics Inc., EIA, PIRA y Dirección de Estudios y Análisis del Entorno de Repsol.

GRÁFICO 13  
PROYECCIONES PRECIOS DEL BARRIL DE CRUDO WTI  
(Dólares/barril)



Fuente: Consensus Economics Inc., EIA, PIRA y Dirección de Estudios y Análisis del Entorno de Repsol.

ción actual indica una visión algo más positiva en cuanto a la evolución de los precios. La estimación de la media del precio del WTI para 2009 ha aumentado en casi 4 dólares por barril en cuatro meses, desde el nivel de 48 dólares estimado en enero. Para la media de 2010 la situación es muy similar, con las perspectivas actuales de precios entre 4 y 5 dólares por encima de las existentes en enero.

Por tipología de analista, las mayores diferencias respecto al consenso existente en enero se encuentran en las estimaciones de las macro-consultoras y las extraídas del mercado de futuros. En ambos casos las revisiones al alza de la previsión del precio para 2009, se sitúan entre los 5 y los 7 dólares, y sólo destaca el caso de los bancos de inversión los cuales bajan sus previsiones cerca de 1 dólar de media para este año.