



*Pedro Antonio Merino García**

*José Alfredo Peral Partida***

EL MERCADO DE PETRÓLEO EN 2023

Entre los recortes de la OPEP y las incertidumbres sobre el crecimiento en China y Occidente

Este artículo describe la evolución reciente de los mercados del petróleo a nivel global. En particular, analiza los principales factores que influyen sobre los precios del petróleo tales como la demanda de petróleo, la oferta de petróleo, los aumentos de la capacidad de refino, así como de otros elementos más allá del balance de oferta y demanda, como son las expectativas económicas y financieras del mercado o las dinámicas de inversión en el sector de petróleo y gas a nivel global.

Palabras clave: petróleo, precios, demanda, producción, balance, expectativas, márgenes, refino, inversión, China, Rusia, OPEP.

Clasificación JEL: L71, L95, Q31, Q32.

1. Las expectativas del mercado y su impacto en el precio del crudo

En lo que va de año, el barril de Brent alcanzó su máximo nivel a finales de enero, cuando aumentó hasta 88 dólares por barril (\$/bl), empujado por la mejora de las perspectivas económicas sobre China y la expectativa de un aterrizaje «suave» de la economía estadounidense. Hasta el momento, los precios han fluctuado en un rango de entre 70 \$/bl y 90 \$/bl, movidos por altos niveles de volatilidad e

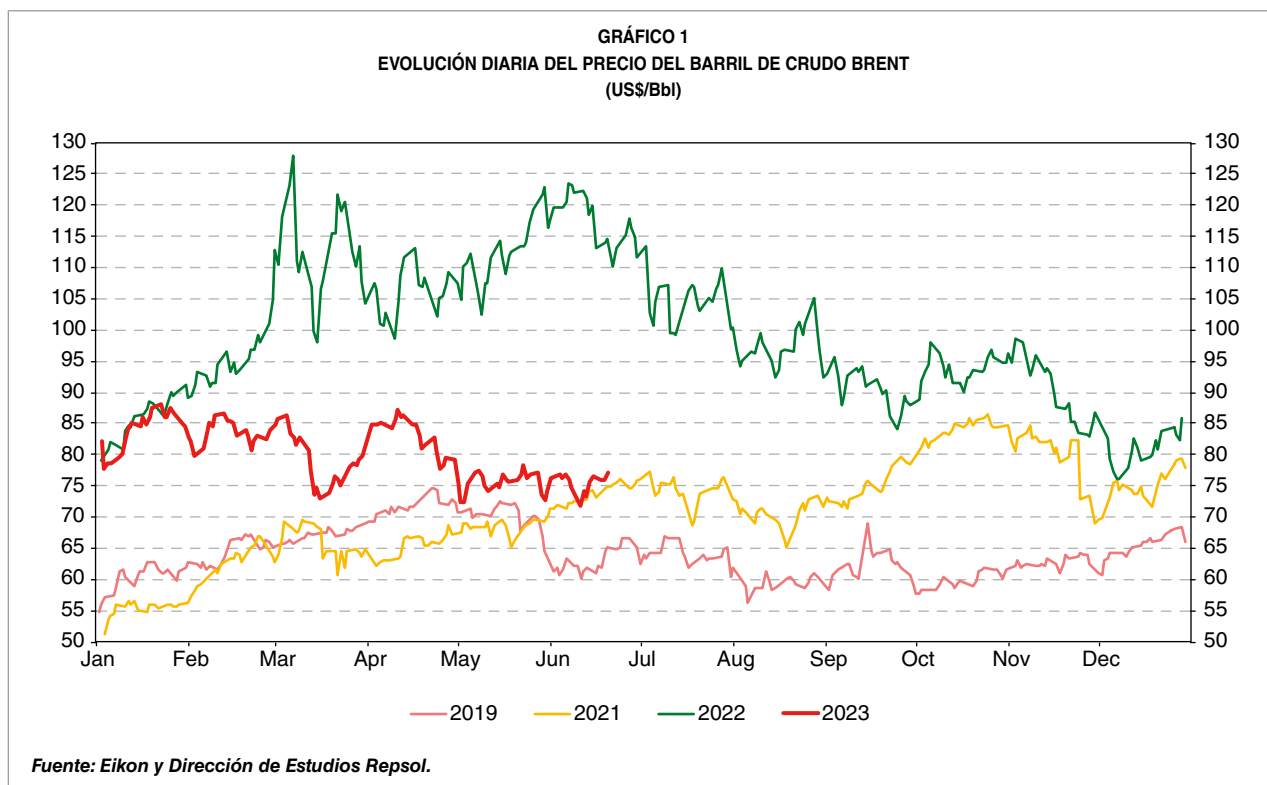
incertidumbre. En las últimas semanas, el precio del barril de Brent ha pasado de 73 \$/bl a mediados del mes de marzo, por los temores de una crisis bancaria a nivel global derivados del colapso del banco estadounidense Silicon Valley Bank, a cotizar en entornos de 80 \$/bl a finales de abril, con aumentos de 5 \$/bl tras el anuncio sorpresa de reducción de su producción del grupo OPEP+. A comienzos del mes de mayo, los precios retornaron a una senda descendente con fuertes desplomes, tras conocerse la caída del banco regional estadounidense First Republic Bank, reavivando los temores a un contagio de la crisis bancaria estadounidense al resto del mundo. En la tercera semana de junio, el precio del petróleo parece haber encontrado un efímero equilibrio ▷

* Director de Estudios de Repsol.

** Economista Senior de Energía de la Dirección de Estudios de Repsol.

Versión de junio de 2023.

<https://doi.org/10.32796/bice.2023.3160.7642>



en torno a 75 \$/bl, aunque los niveles de volatilidad e incertidumbre a los que está sujeto son excepcionalmente elevados.

En el Gráfico 1 se presenta la evolución diaria del precio del barril de crudo Brent, precio marcador para aproximadamente tres cuartas partes del crudo que se comercializa a nivel global. Como se aprecia, la evolución en 2023 está marcada por constantes movimientos alcistas que son contrarrestados por movimientos bajistas en un periodo de tiempo relativamente corto, señal de la alta volatilidad del mercado. La realidad es que actualmente existe una cierta desconexión entre los fundamentales del mercado, esto es, factores puramente relacionados con la oferta y demanda actual, y el precio del petróleo. Y mientras el mercado de petróleo físico continúa con unos niveles de producción y de consumo de petróleo relativamente estables, sin embargo, el precio fluctúa como consecuencia

de la incertidumbre a la que los agentes se enfrentan en cuanto a la probabilidad de una crisis económica a nivel global que reduzca fuertemente la demanda. Estos temores están teniendo una influencia mucho mayor en la formación de precios que los fundamentales, hasta el momento sólidos.

En 2022, el precio del barril de Brent promedió 99 \$/bl, principalmente movido por la prima de riesgo de potencial reducción de exportaciones de crudo ruso, o, en otras palabras, por el temor o la expectativa de que el crudo que Rusia exportaba a Europa desapareciese por completo del mercado, lo que habría causado una disrupción masiva en los mercados del petróleo. Tras la entrada en vigor del embargo europeo, así como el tope al precio del crudo ruso, estos temores se disiparon progresivamente al ver cómo Rusia fue capaz de redirigir su crudo desde Europa a Asia, y más concretamente a China e India. Sin embargo, en los ▷

primeros cinco meses del año el precio del barril de crudo Brent está promediando alrededor de 80 \$/bl, aunque como se ha comentado, sujeto a una gran volatilidad e incertidumbre.

2. Producción

2.1. Producción de petróleo versus compromiso de producción de petróleo del grupo OPEP+

El pasado 4 de junio se reunió el grupo OPEP+ (los países productores de petróleo OPEP, liderados por Arabia Saudí, y un conjunto de países aliados no-OPEP, liderados por Rusia) con el objeto de revisar su política de recortes de producción de petróleo. La reunión estuvo precedida de gran expectación en torno a la decisión final, dados los comentarios contradictorios entre los principales pesos pesados del grupo. Por un lado, las declaraciones del ministro de Energía de Arabia Saudí, el príncipe Abdulaziz bin Salman, advirtiendo a los *short sellers*, inversores que apuestan por la caída de los precios del petróleo, de que «tengan cuidado». Estos comentarios, que surgen en medio del aumento de posiciones bajistas, hicieron que el precio escalara un 2%. Por otro lado, el viceprimer ministro ruso, Alexander Novak, enfrió las expectativas sobre un nuevo recorte del grupo. Ese día los precios

cayeron un 3%, borrando las ganancias de los días anteriores. El acuerdo se cerró con Arabia Saudí anunciando que recortará su bombeo de crudo durante el mes de julio en un millón de barriles al día, con la posibilidad de ampliar dicho recorte más allá de julio en caso necesario. Asimismo, el grupo anunció la reducción a partir de enero de 2024 de la cuota de producción en 1,4 millones de barriles al día respecto a la cuota oficial actualmente vigente, es decir, excluyendo los recortes voluntarios.

El reciente anuncio de recorte voluntario de Arabia Saudí permite entender con más detalle la motivación del grupo OPEP+ en lo que a su gestión de la cantidad de petróleo producida se refiere. En primer lugar, los recortes anunciados pueden parecer alcistas para los precios del petróleo, ya que se ha reducido la cuota de producción para 2024 de nueve países OPEP+, entre ellos Rusia, en 1,6 millones de barriles al día. Sin embargo, esta reducción de la cuota de producción no tiene por qué traducirse en menos producción efectiva, ya que el ajuste de la cuota de estos países persigue más bien ajustar su cuota de producción a su capacidad efectiva de producción de petróleo.

Para responder a la pregunta de si los fundamentales del mercado justifican la política de recortes de producción debemos, en primer lugar, poner en contexto el punto de partida de la producción real del grupo OPEP+ respecto a su propia cuota. En otras palabras, los barriles ▷

TABLA 1
CUOTA DE PRODUCCIÓN DE PETRÓLEO DEL GRUPO OPEP+ PARA 2023 Y 2024
(mb/d)

Grupo	Cuota 2023	Cuota 2024	Diferencia cuota 2024 vs. 2023	Producción media últimos 6 meses	Última producción (mayo)
OPEP 10	25,4	25,0	-0,4	24,4	23,7
No-OPEP	14,7	13,7	-1,0	13,5	13,2
OPEP+	40,1	38,7	-1,4	37,9	36,9

Fuente: OPEP y Dirección de Estudios Repsol.

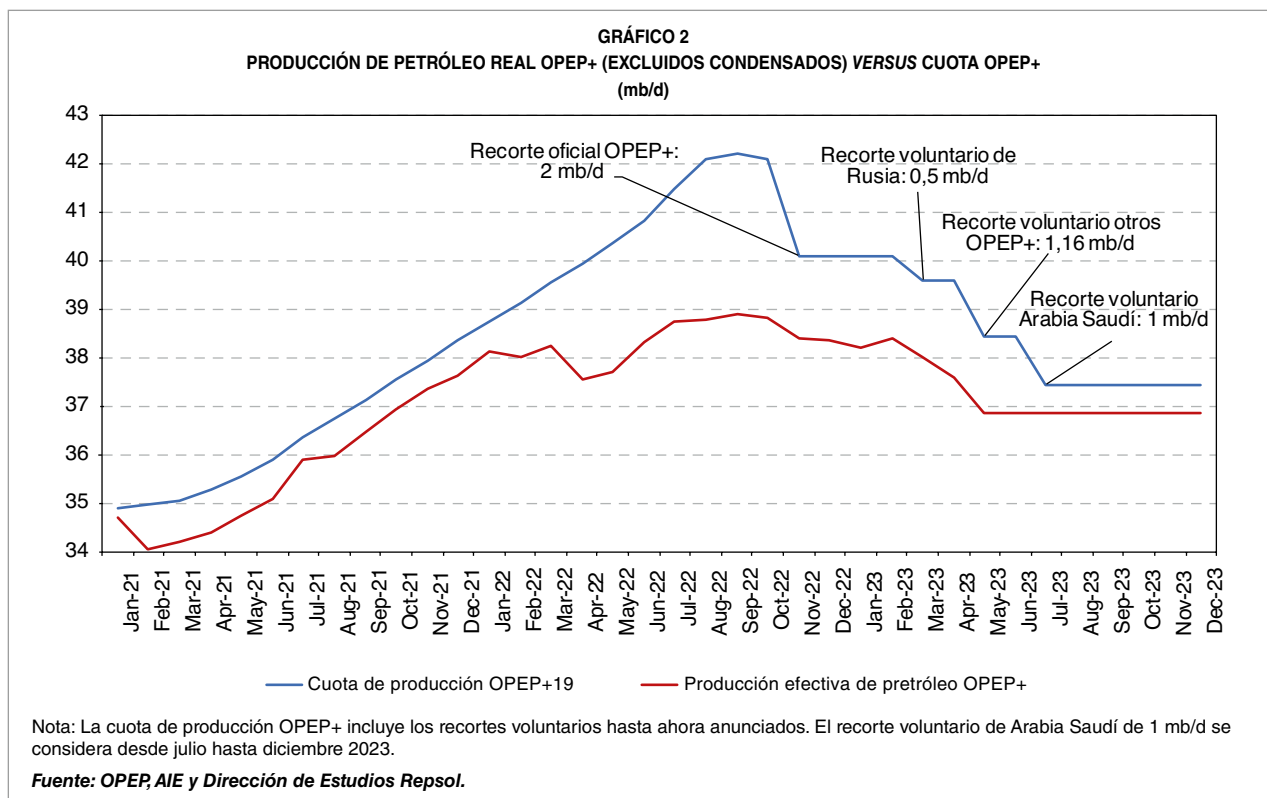
de petróleo que pone el mercado respecto al compromiso de producción acordado por el grupo. Es importante diferenciar ambos porque en muchas ocasiones divergen sustancialmente.

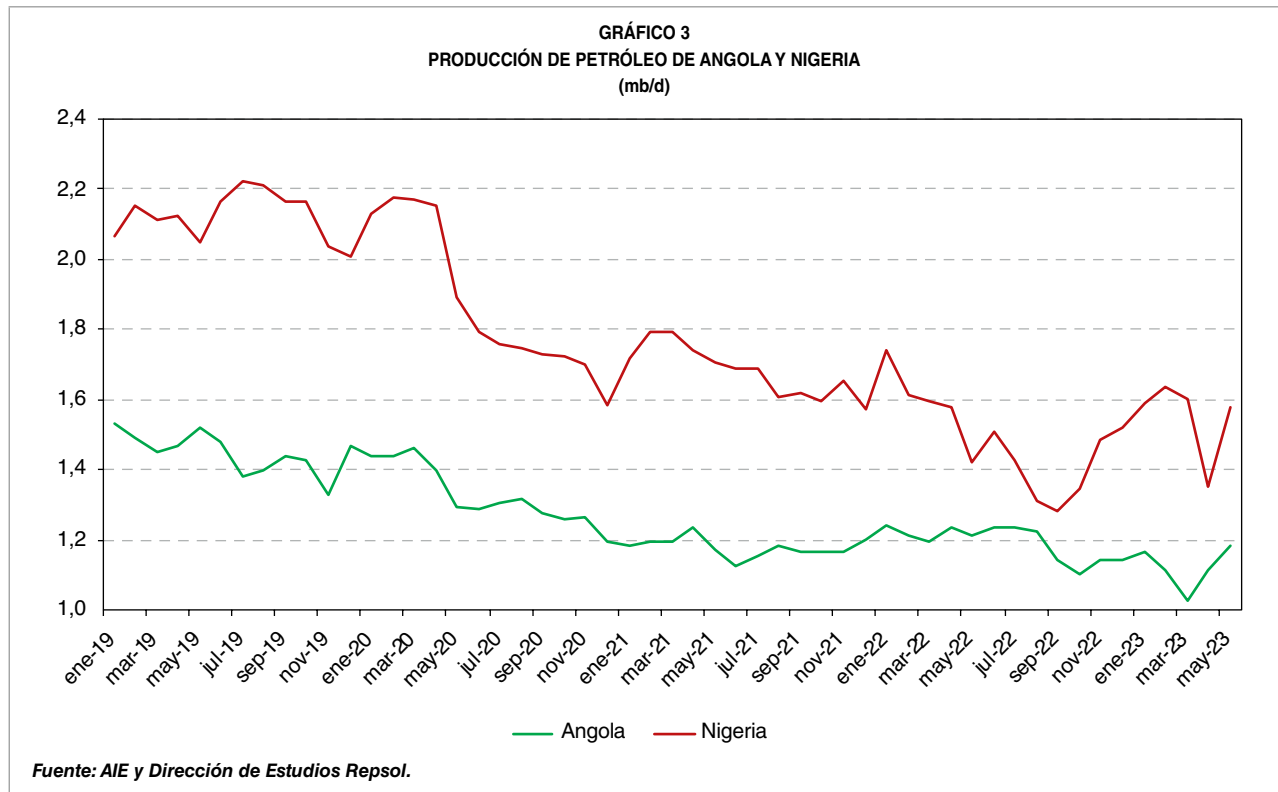
En el Gráfico 2 se aprecia cómo la diferencia entre la cuota y la producción real del grupo era relativamente pequeña hasta enero de 2022. Es decir, el compromiso de producción era similar a su producción. Sin embargo, la invasión de Ucrania por parte de Rusia el 24 de febrero de 2022 hizo que la producción real divergiese de su cuota: a partir de febrero de 2022 la curva de producción del grupo OPEP+ comienza a aplanarse, ampliándose de este modo la diferencia respecto a su cuota. Uno de los elementos que explican esta tendencia divergente entre producción y compromiso tiene que ver con la caída de la producción de petróleo de Rusia a raíz del comienzo de la guerra.

En enero de 2022, el grado de cumplimiento con los recortes de Rusia, es

decir, la diferencia entre su producción real y la cuota, fue muy similar (10,04 millones de barriles al día de producción real *versus* 10,12 millones de barriles al día de cuota), lo que situó el cumplimiento con los recortes acordados por aquel entonces en el 109%. Sin embargo, el estallido de la guerra se reflejó en un grado de cumplimiento con los recortes cada vez mayor (menos producción respecto a la reducción acordada), aumentando desde un 123% en febrero de 2022 hasta un 377% en mayo 2022 o hasta un abismal 719% en julio 2022, lo que se tradujo en que Rusia puso en el mercado un millón de barriles al día menos de lo que su propia cuota exigía. Los datos más recientes sobre la producción rusa de abril apuntan a que el país estaría produciendo 0,9 millones de barriles al día por debajo de su compromiso o cuota.

Pero la diferencia entre compromiso y realidad no es únicamente achacable a la guerra ▷

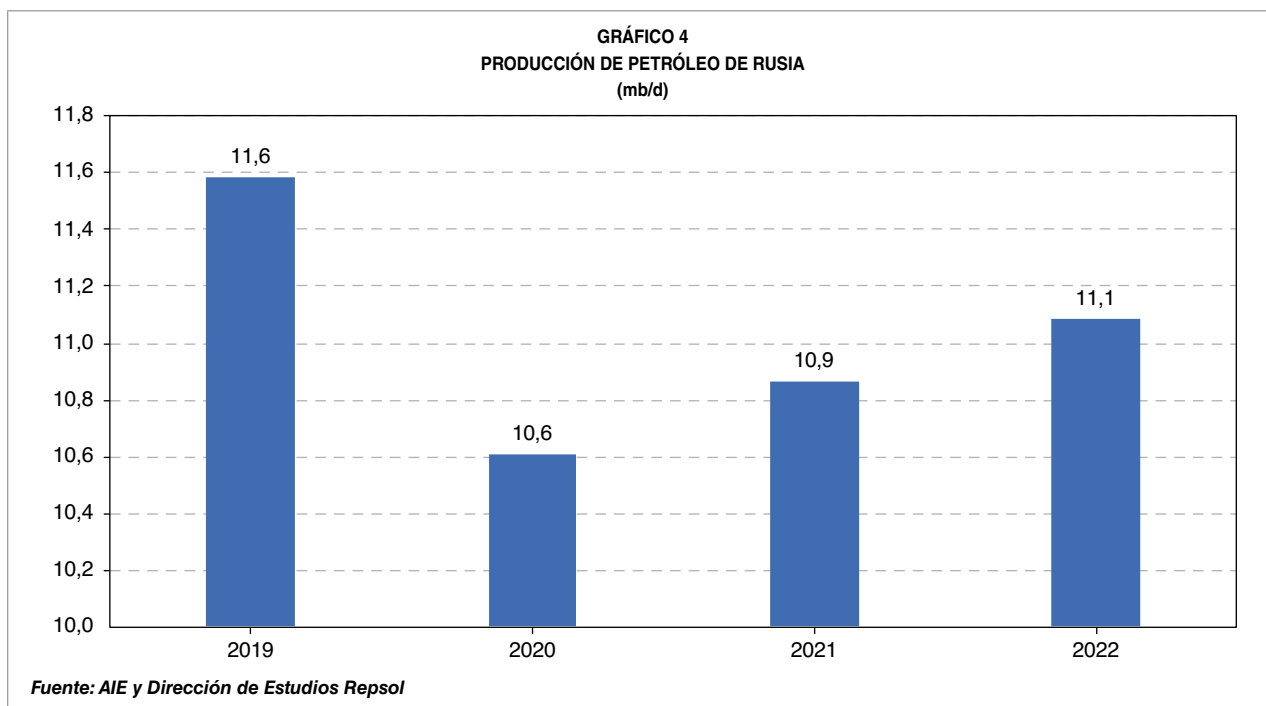




de Ucrania. Países productores OPEP como Angola o Nigeria presentan durante meses serias dificultades para producir lo acordado por ellos mismos. En el caso de Angola, la caída de su producción de petróleo tiene su raíz en factores estructurales derivados de la falta de inversión crónica en exploración y producción, así como en la madurez de los campos de petróleo, lo que podría hacer que la producción de Angola caiga un 20% en 2030, comprometiendo aún más las finanzas del país. Por otro lado, a diferencia de Angola, los problemas de Nigeria son principalmente coyunturales. Uno de los problemas que enfrenta el país es la sustracción de petróleo por parte de grupos como los Vengadores del Delta Níger. Para dar un orden de magnitud de la cantidad aprehendida, el Gobierno estimó que, durante el primer semestre de 2022, se sustrajeron 500.000 barriles de petróleo diarios, valorados en un

total de 2.000 millones de dólares. Pero parece que su producción se recupera progresivamente: desde el nivel más bajo de su historia alcanzado en septiembre de 2022, 1,3 millones de barriles al día, se espera pueda aumentar hasta entornos de 1,8 millones de barriles al día en un futuro reciente. Por todo ello, el grado de cumplimiento de Angola y Nigeria con los recortes de producción de la OPEP+ es constantemente elevado, es decir, produce por debajo de su cuota.

Presumiblemente, todos estos factores formaron parte de las razones por las cuales el grupo OPEP+ decidió anunciar la ampliación de los recortes hasta 2024 y llevó a Arabia Saudí a anunciar un recorte voluntario adicional de un millón de barriles al día. Pero no son los únicos elementos que entran en juego. La producción fuera del cártel OPEP+ y las expectativas sobre demanda futura ▷



son factores cuya evolución hay que analizar minuciosamente.

La oferta no-OPEP parece más sólida de lo inicialmente previsto a comienzos de año. Según la Agencia Internacional de la Energía, la producción conjunta no-OPEP+ en 2023 aumentará en 1,9 millones de barriles al día. Estados Unidos podría añadir 0,9 millones de barriles al día, mientras que se prevé que Brasil, Canadá, Noruega y Guyana incrementen conjuntamente su producción en 0,5 millones de barriles al día respecto a 2022. Este significativo aumento de la producción no-OPEP+ supone un escollo en la estrategia de Arabia Saudí de control de la producción. A esto se une la resiliencia de Rusia en lo que respecta a su capacidad de producción y, sobre todo, de exportación de petróleo. Como muestra de su fortaleza, a pesar de las sanciones impuestas por Occidente, las exportaciones de petróleo ruso promediaron 8,3 millones de barriles al día durante el pasado mes de abril, nivel significativamente superior a la

media anual registrada en 2021, de 7,5 millones de barriles al día.

Respecto a la demanda de petróleo esperada, el mercado sigue dominado por las expectativas económicas, a pesar de que la evolución de los fundamentales, esto es, oferta y demanda efectiva, continúa siendo positiva, valgan los datos de consumo de petróleo en EE. UU. y Europa, a pesar del aterrizaje de sus economías. Además, la previsión de un mayor uso de petróleo en Asia, y más concretamente en China, debería llevar a un sustancial exceso de demanda en el segundo semestre y a una caída de los inventarios globales de petróleo, lo cual, en teoría, empujaría al alza los precios del petróleo.

2.2. La resistencia de la producción y las exportaciones de Rusia

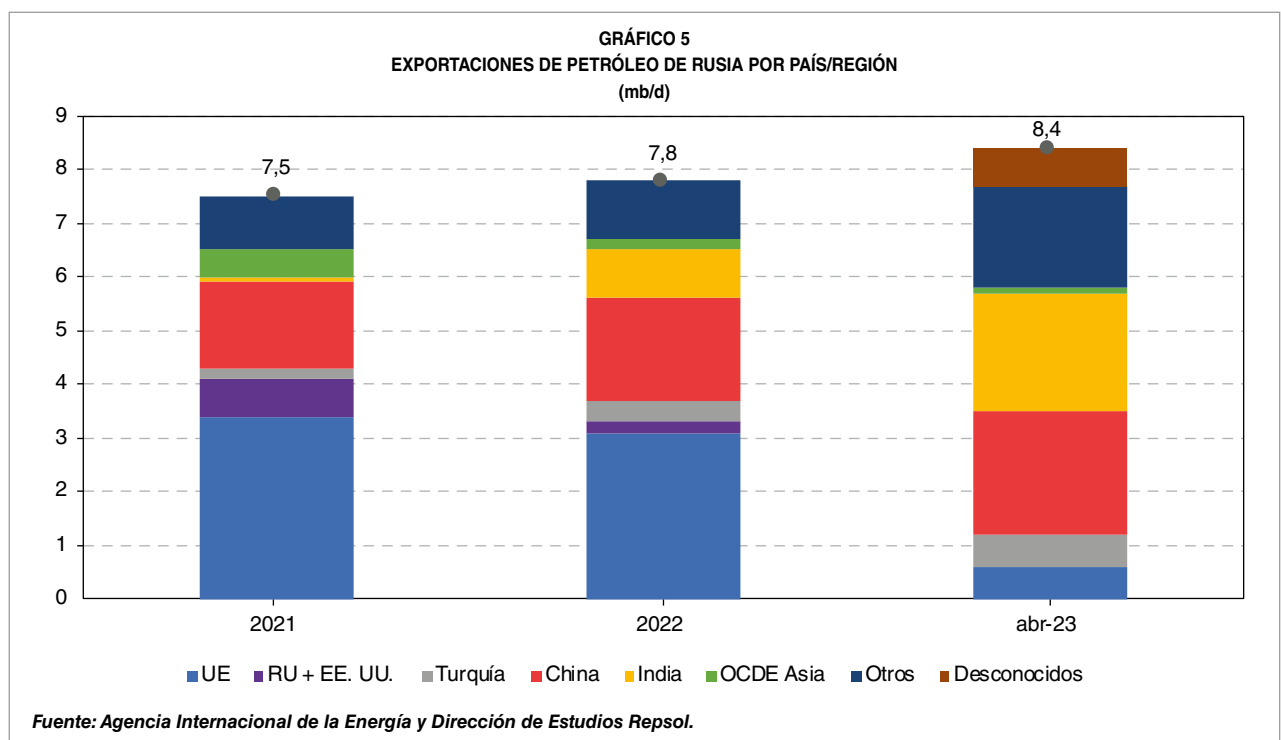
Uno de los elementos que sin duda ha marcado y continúa marcando la evolución de ▷

los mercados de petróleo a nivel global es Rusia. Para contextualizar la evolución de la producción de petróleo rusa, en 2021 el país produjo 10,9 millones de barriles al día de petróleo, un 2% más que en 2020. En 2022, a pesar de las sanciones impuestas por Occidente, Rusia consiguió aumentar su producción de petróleo un 2% hasta 11,1 millones de barriles al día.

Cabe recordar en este punto que Rusia fue en 2021 el mayor exportador de petróleo, es decir, de crudo y productos petrolíferos, del mundo con una media de 7,5 millones de barriles al día (4,6 millones de barriles al día de crudo; 2,9 millones de barriles al día de productos petrolíferos). El pasado abril, Rusia exportó 5,2 millones de barriles al día de crudo, el nivel más alto desde mayo de 2022. China e India, los mayores compradores de crudo ruso actualmente, importaron 2,1 millones de barriles al día y 2 millones de barriles al día, respectivamente, representando conjuntamente el 80% del total. Esta es otra de las consecuencias de

la guerra: la reordenación de los patrones de importación y exportación de crudo y productos petrolíferos.

Pero no solo Rusia ha sido capaz de reorientar sus exportaciones de petróleo. Europa también ha sido capaz de atraer nuevos suministradores de crudo y productos petrolíferos, y ha conseguido intensificar las importaciones de proveedores tradicionales como EE. UU. En lo que respecta al mercado de diésel y gasóleo, Europa está recibiendo grandes cantidades del combustible desde Turquía, país que importó una media de 470.000 barriles al día de productos petrolíferos rusos en abril, o Egipto, un comprador relativamente nuevo de petróleo ruso, que importó una media de 50.000 barriles al día, en su mayoría diésel y gasóleo. Arabia Saudí se ha posicionado como uno de los principales proveedores de diésel y gasóleo de Europa. En abril importó 174.000 barriles al día de diésel y gasóleo rusos, mientras que al mismo tiempo enviaba a Europa diésel y gasóleo ▷



procesado en sus refinerías, convirtiéndose en el principal suministrador de dicho combustible a Europa. De hecho, Arabia Saudí superó a EE. UU. y se convirtió en el segundo exportador mundial de diésel y gasóleo en abril.

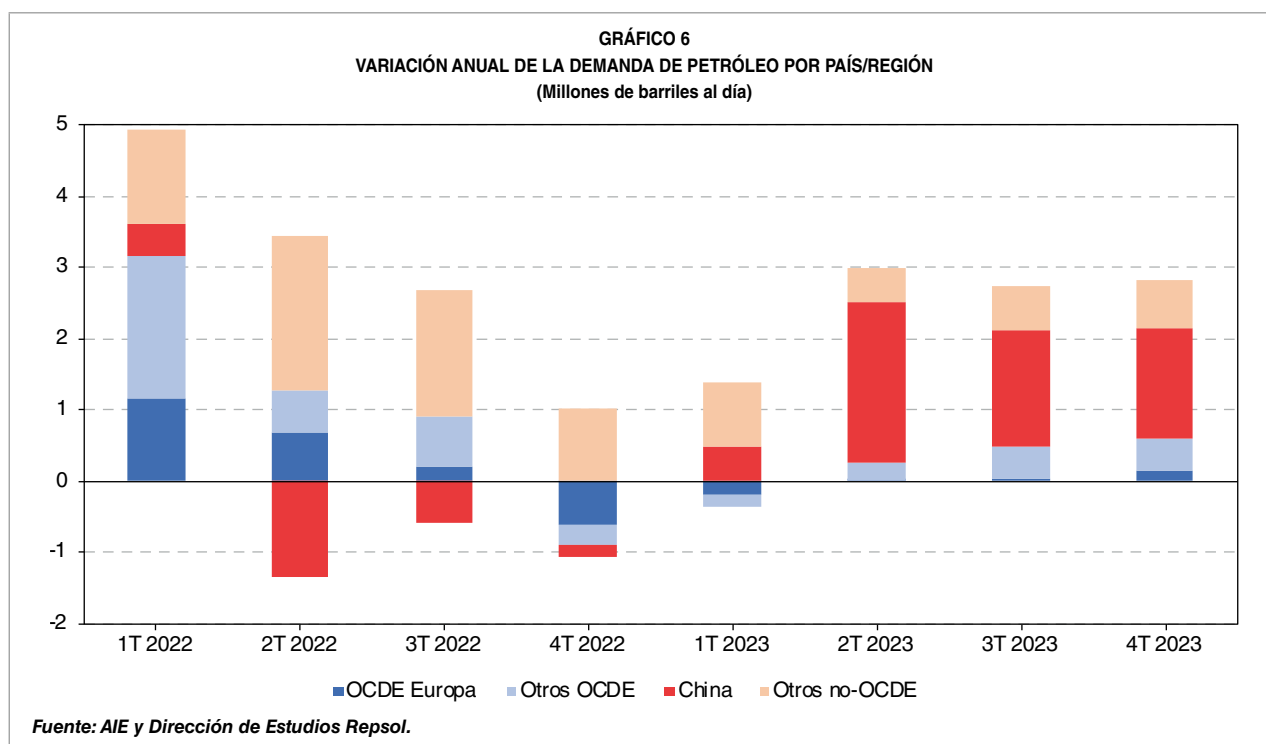
Sin embargo, a pesar de que Rusia ha sido capaz de redirigir sus flujos de exportaciones de petróleo hacia otras geografías, surge la duda de cómo y de dónde obtendrá tecnologías claves para continuar con el desarrollo de su sector de gas y petróleo. Rusia importa prácticamente la totalidad de los equipos y tecnologías clave necesarios para mantener su producción *offshore*. Además, el sector petrolífero ruso necesita de constantes mejoras y actualizaciones de sus equipos. Por ello, muchos analistas apuntan a que Rusia tendrá dificultades para mantener los actuales niveles de producción, y que estas dificultades se traducirán en caídas de producción en la presente década. Un factor que contrarresta la visión de una caída progresiva de la producción de petróleo en Rusia es que el país alberga una cuenca petrolífera cuya tasa de declino es relativamente baja, cercana al 2%. Según la AIE (Agencia Internacional de la Energía), la tasa de declino medio de campos petrolíferos maduros en países no-OPEP se situó en el 8% en el periodo 2015-2019. Aunque, de nuevo, la falta de inversión y el limitado acceso a tecnología extranjera podría acelerar las tasas de declino a medio y largo plazo. Y la posibilidad de que Rusia pueda importar tecnología y equipo de países «amigos», como China, es limitada, ya que son inferiores en términos de características técnicas.

La producción de petróleo *offshore* no es el único sector dependiente de tecnología extranjera. También lo es el sector del refino. Según Konstantin Radinsky, presidente de la Asociación de Fabricantes de Equipos de Petróleo y

Gas (OGEMA), prácticamente el 90% de cada válvula y bomba es extranjera. En medio de la reducción de ingresos que obtiene por la venta de su petróleo, Rusia estaría valorando reducir las subvenciones que reciben sus refinerías por la venta de combustible, según fuentes cercanas al Gobierno. En 2022, Rusia gastó 26.600 millones de dólares en concepto de compensación a las refinerías por la diferencia entre el precio del combustible vendido en el mercado nacional y el precio teórico del combustible, es decir, si este hubiera sido exportado a Europa. Durante los primeros cuatro meses de 2023 los ingresos presupuestarios procedentes de la venta de gas y petróleo cayeron un 52% comparados con el mismo periodo de 2022. De hecho, Rusia está incurriendo en un déficit fiscal tan notable que, durante los cuatro primeros meses del año, el país ha superado todo el déficit presupuestado para 2023.

3. Demanda global de petróleo

La AIE estima que la demanda global de petróleo crecerá este año 2,4 millones de barriles al día respecto a 2022. Sin embargo, el reparto regional de este crecimiento esconde tendencias de consumo tremendamente dispares. La recuperación económica tras los confinamientos en China contrasta fuertemente con el consumo de petróleo de la OCDE, que cayó 360.000 barriles al día durante el primer trimestre de 2023 respecto al mismo periodo del año anterior, aunque fue una caída menor que la observada en el último trimestre de 2022 (-890.000 barriles al día). Sin embargo, se espera que la demanda de petróleo en la OCDE vuelva a crecer a partir del segundo trimestre de este año en ▷



adelante, con un crecimiento promedio de 440.000 barriles al día, aunque el enorme aumento esperado de 2,4 millones de barriles al día en la región no-OCDE lo empequeñece.

Una de las claves de la demanda global de petróleo pivota sobre lo que sucede en China. Las últimas estimaciones de la AIE sitúan a China como el responsable del 60% del ▷

TABLA 2
DEMANDA DE PETRÓLEO ESTIMADA DE CHINA, ENERO-ABRIL 2023
(Miles de barriles al día)

Tipo	Enero-abril 2023	1T2023	Enero-abril 2022	Variación % ene-abr 2023 vs. ene-abr 2022
Demanda de petróleo estimada				
Producción de refinерías	14.775	14.703	13.642	8,3
Importaciones de productos petrolíferos	1.563	1.427	1.042	50
Exportaciones de productos petrolíferos	1.386	1.531	963	44
Importaciones netas (importaciones - exportaciones)	177	-104	80	122,40
Demanda estimada	14.952	14.599	13.722	9
Demanda de productos petrolíferos				
Gasolina	3.335	3.292	2.730	22,2
Queroseno	635	605	300	111,8
Diésel	4.005	3.852	3.312	20,9
Fuelóleo	1.186	1.056	636	86,4
Nafta	1.836	1.790	1.448	26,8
GLP	2.305	2.220	2.043	12,9

Fuente: Energy Intelligence y Dirección de Estudios Repsol.

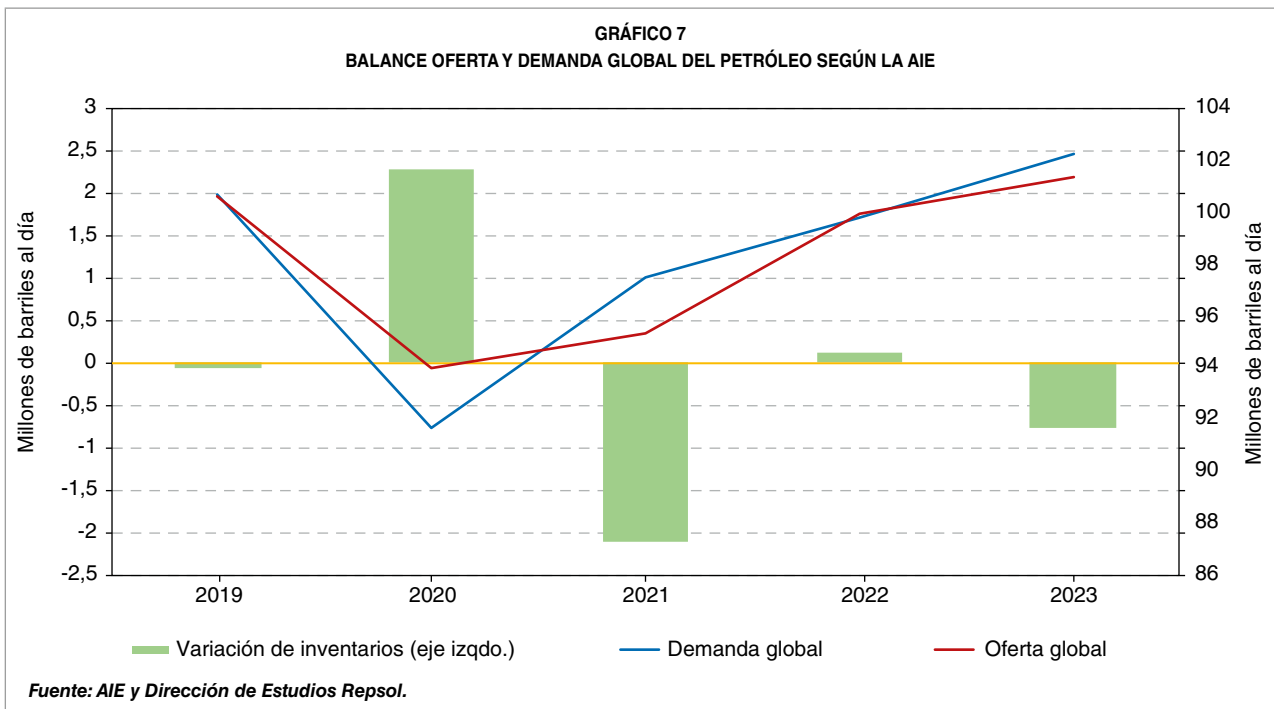
crecimiento de la demanda de petróleo a nivel global, el equivalente a un crecimiento de 1,5 millones de barriles al día. La narrativa predominante espera que China aumente con fuerza su demanda de petróleo durante la segunda mitad del año, aunque actualmente el aumento está siendo más bien progresivo. Para poder adelantar tendencias de consumo en China en lo que resta de año, conviene comparar la evolución de su demanda con el mismo periodo del ejercicio anterior. Durante los primeros cuatro meses de 2023, China aumentó su demanda de petróleo un 9% respecto al mismo periodo del año anterior. Las importaciones de fuelóleo tocaron el máximo de diez años por la compra de grandes volúmenes de fueloil pesado ruso, el cual cotiza con descuento, por parte de pequeñas refinerías independientes (conocidas como *teapots*, en inglés). Estas importaciones van acompañadas por compras de nafta para aligerar el fuelóleo empleado como materia prima en las refinerías. Por otro lado, se espera que continúe la recuperación de la demanda de

queroseno de aviación, pero a un ritmo más lento, dado que los viajes aéreos nacionales ya superan los niveles previos a la pandemia.

4. Balance de oferta y demanda

Una vez analizada la importancia que tiene la cuota o compromiso de producción en el último anuncio de recorte voluntario, cabe responder a la pregunta de si estos nuevos recortes encuentran una justificación desde el punto de vista de los fundamentales del mercado de petróleo. Un buen punto de partida son los balances de oferta y demanda que elaboran las principales agencias de previsión energética: la Agencia Internacional de la Energía (AIE) y la Agencia de Información Energética de Estados Unidos (EIA), las cuales ofrecen sus previsiones sobre los mercados del petróleo con una periodicidad mensual.

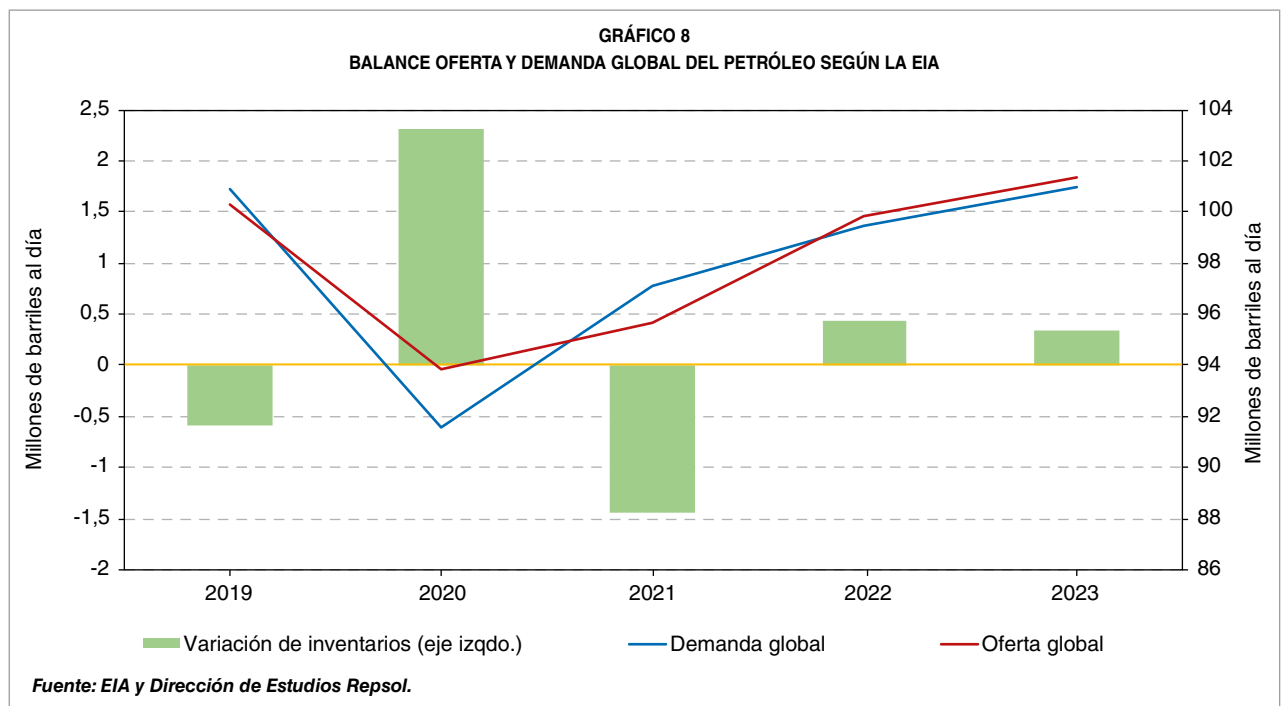
En lo que respecta a la AIE, su último informe estima que el recorte sorpresa de la ▷



OPEP+ corre el riesgo de agravar un déficit de oferta de petróleo en el segundo semestre de 2023, así como de aumentar el nivel general de precios en un momento de elevada incertidumbre económica. La AIE prevé que la demanda mundial de petróleo crezca 2,4 millones de barriles al día, explicando los países no-OCDE el 90% de dicho aumento y China, un 60% (o 1,5 millones de barriles al día). Lo que sostiene la AIE es que proveer ese crecimiento de 2,4 millones de barriles al día de demanda puede resultar un desafío debido a los nuevos recortes de producción de la OPEP+, ya que podrían reducir la producción en 1,4 millones de barriles al día desde marzo hasta fin de año. A diferencia de lo que sucedía años atrás, el crecimiento de la producción de *shale oil* en EE. UU., que tradicionalmente ha sido la principal fuente de crecimiento de producción por su otrora rapidez de respuesta a los precios, está limitada por cuellos de botella en la cadena de suministro, por un mayor enfoque

en la disciplina financiera (favoreciendo el pago de dividendos a accionistas, o el repago de deuda frente a la reinversión de los beneficios generados en la propia industria), y por el aumento de los costes de producción. Con todo ello, la AIE espera un déficit de oferta de 0,75 millones de barriles al día en media en 2023, lo que teóricamente empujaría a los precios al alza.

Por su parte, la visión sobre el mercado de la EIA diverge respecto a la que mantiene la AIE, en especial en lo que respecta al crecimiento de la demanda global de petróleo. Como se mencionaba anteriormente, la AIE espera un aumento del consumo de petróleo a nivel global de 2,4 millones de barriles al día, mientras que la EIA lo estima en 1,6 millones de barriles al día, principalmente por un menor crecimiento esperado de la demanda de petróleo en China (AIE: 1,5 millones de barriles al día; EIA: 0,8 millones de barriles al día). Asimismo, la EIA estima un crecimiento de la ▷



oferta de petróleo global de 1,5 millones de barriles al día, mientras que la AIE prevé un aumento ligeramente menor, de 1,4 millones de barriles al día. Por tanto, un menor crecimiento esperado de la demanda, unido a un mayor crecimiento de la oferta global de petróleo, da como resultado un balance de petróleo previsto por la EIA con aumentos de inventarios globales de petróleo de 0,36 millones de barriles al día en media, lo que contrasta con una caída de los inventarios de 0,75 millones de barriles al día según la AIE. Esta divergencia entre las dos principales agencias de previsión energética pone de relieve el entorno incierto y volátil que domina el mercado del petróleo, y cuyas visiones bien podrían variar a lo largo de los próximos meses. En cualquier caso, ambas agencias de previsión energética esperan una segunda parte de año con un balance oferta-demanda más ajustado, impulsado principalmente por la reapertura de China, visión que es compartida ampliamente por el consenso de consultores de energía y bancos de inversión.

Si se desagrega por región este crecimiento global, vemos que la EIA estima un incremento muy reducido (0,06 millones de barriles al día) del consumo de petróleo en la región OCDE, dejando todo el peso del crecimiento a la región no-OCDE. Por su parte, la AIE es más optimista y estima un aumento de la demanda en países desarrollados de 0,3 millones de barriles al día. Esta es una de las principales diferencias entre ambas agencias de previsión energética: el impacto de una potencial recesión sobre la demanda de petróleo en economías desarrolladas es más severo en las previsiones de la EIA, mientras que la AIE espera un aterrizaje «suave» de sus economías, con Europa y EE. UU. manteniendo estable su consumo de petróleo respecto a 2022.

5. El precio en el mercado de futuros, más allá de los fundamentales

Últimamente los precios del petróleo no se han visto únicamente afectados por factores puramente de oferta y demanda, o fundamentales, sino que están sujetos a elementos, por ejemplo, de índole geopolítica o de cambio en las expectativas financieras y bancarias. Durante los últimos meses, el entorno macroeconómico ha tenido una influencia negativa sobre el sentimiento del mercado del petróleo, incluso antes de los colapsos de los bancos Silicon Valley Bank o First Republic Bank en EE. UU. Sin embargo, los temores de contagio en los mercados financieros dominan gran parte del sentimiento, y parece que el entorno macroeconómico pesa más de lo que se esperaba a comienzos de año. De este modo, el precio del petróleo se mueve menos por los fundamentos de oferta y demanda, y más por las preocupaciones sobre una potencial recesión económica a nivel global que afectaría a la demanda de petróleo.

Este sentimiento bajista del mercado se refleja en una menor liquidez de los mercados, lo cual allana el camino a movimientos más volátiles de los precios. Un *proxy* de la mayor o menor liquidez en un mercado es el interés abierto, concepto que se aplica a la negociación de contratos en los mercados de futuros. El interés abierto se define como el número total de contratos que aún no se han cerrado o liquidado al final de la sesión de contratación y que, por lo tanto, permanecen abiertos. El interés abierto se emplea también para analizar la tendencia del mercado. De este modo, un interés abierto elevado es generalmente indicativo de un mercado de gran volumen, liquidez e intervención de diversos participantes de mercado. Un menor interés abierto denota menor liquidez y ▷

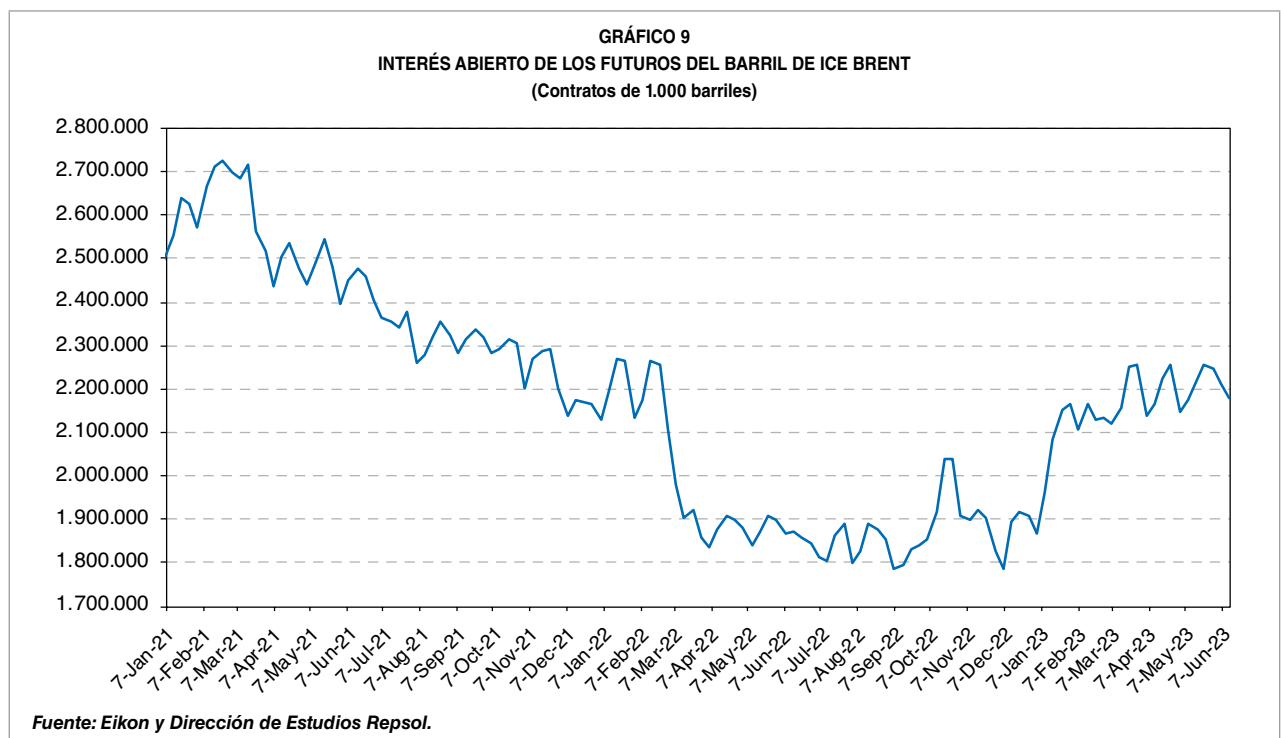
actividad. A menor liquidez, más complicado es entrar o salir de posiciones porque es difícil encontrar compradores o vendedores, lo que aumenta la volatilidad de los precios.

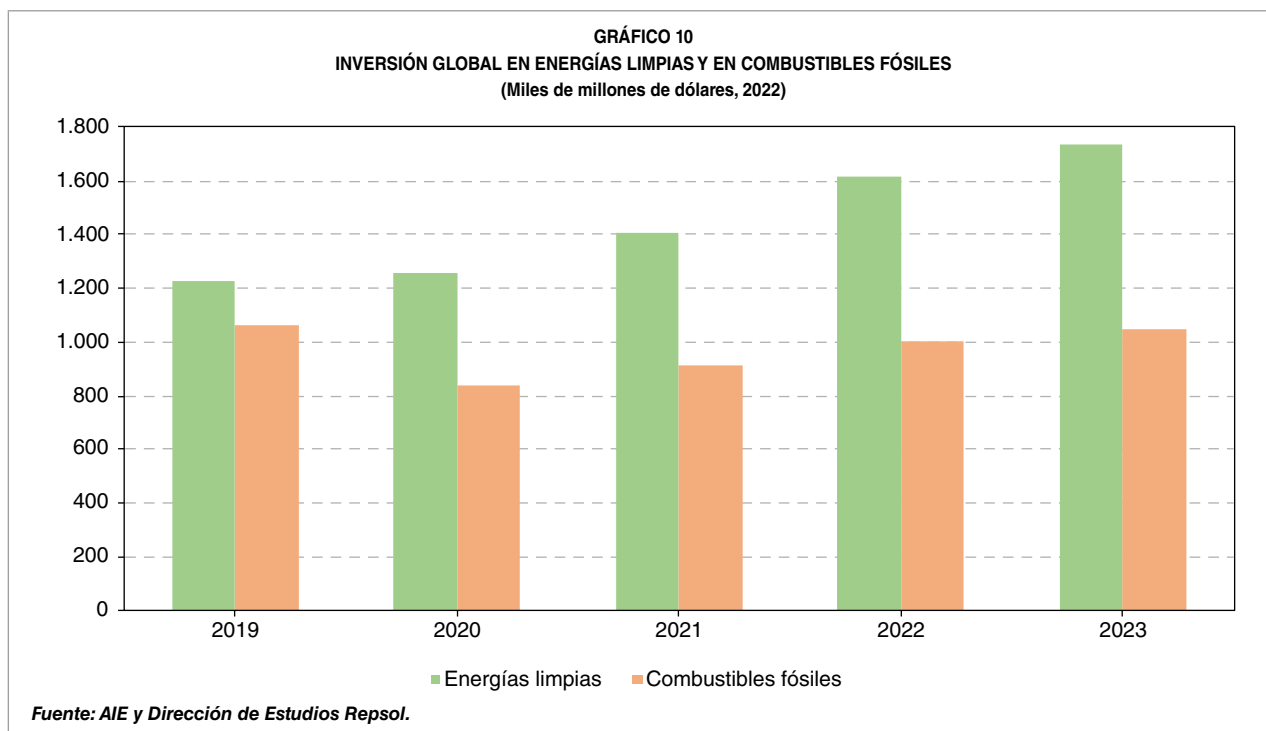
Las razones de la caída del interés abierto pueden derivarse de una menor actividad de cobertura de precios por empresas petrolíferas para la producción futura de crudo. Hablamos de empresas cuya actividad principal es producción, procesamiento o transporte de crudo (una mayor volatilidad puede implicar mayor coste de cobertura). Desde el punto de vista de las posiciones no comerciales, englobadas en el grupo *managed money*, cuya actividad principal no es la producción, procesamiento o transporte de crudo, sino posicionarse a favor de la tendencia en búsqueda de una ganancia, pero sin participar en el mercado del activo subyacente, la caída del interés abierto también puede reflejar una menor rentabilidad esperada, generalmente por una potencial recesión. Conviene resaltar que con un nivel de precios elevado estos especuladores

necesitan menor número de contratos para mantener el mismo valor de esos contratos. Y viceversa.

El comienzo de la invasión de Ucrania aceleró la caída de interés abierto de los futuros del Brent, aunque, como se aprecia en el Gráfico 9, el interés abierto ya venía cayendo desde comienzos de 2021.

La reducción del interés abierto en el mercado del petróleo se ve reflejado en las dinámicas de inversión en dicho sector. En concreto, la inversión a nivel mundial en exploración y producción de petróleo y gas tocó máximos en 2014 con una inversión media anual de 740.000 millones de dólares. En 2019, la inversión fue un 60% de los niveles de 2014, y en 2022 cayó a entornos del 50% del esfuerzo inversor máximo visto en 2014. La tendencia descendente en los CAPEX a nivel global del sector de petróleo y gas sienta las bases de un mercado estructuralmente deficitario a medio y largo plazo, exacerbando la volatilidad actual. Esta menor inversión en el sector de petróleo y ▷





gas no solo deriva de inversores que anteriormente asignaban el capital en el sector, y que actualmente redirigen los flujos de capital hacia sectores alineados con las energías limpias y la transición energética, sino que son las propias empresas de petróleo y gas las que han abrazado una estrategia de diversificación de la inversión para convertirse en compañías multienergéticas.

Según el informe [World Energy Investment 2023](#), publicado recientemente por la AIE, la inversión mundial destinada a energías limpias en 2023 crecerá más de 120.000 millones de dólares, mientras que la inversión global en combustibles fósiles se expandirá en menor medida, en 50.000 millones de dólares. De un total de 2,8 billones de dólares, casi dos tercios de la inversión mundial en energía se canaliza hacia las energías limpias, y un 38% hacia combustibles fósiles. El informe destaca cambios profundos en las tendencias de inversión: por primera vez, la inversión global en energía solar superará a la inversión mundial destinada a la

producción de petróleo. Sin duda, un hecho sin precedentes.

6. Márgenes de refino

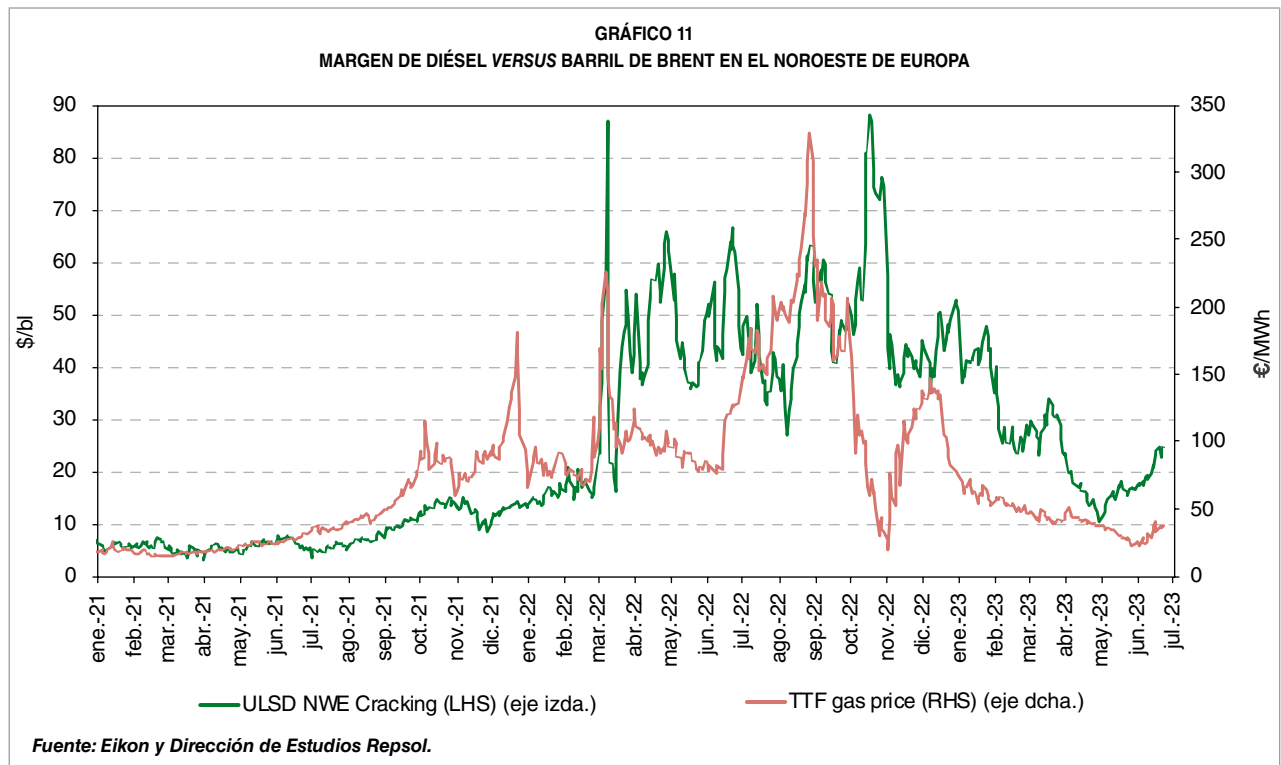
Una de las numerosas consecuencias derivadas de la guerra en Ucrania fue el espectacular aumento de los márgenes de refino en todo el mundo, y en especial en Europa. Uno de los factores que impulsaron la rentabilidad del sector del refino en Europa fue una prima de riesgo asociada a los productos petrolíferos que Rusia exportaba a Europa, que en realidad consistía en el temor o la expectativa de que esas exportaciones no encontrasen nuevos mercados, lo que llevaría a una disrupción de los mercados de productos petrolíferos a nivel global.

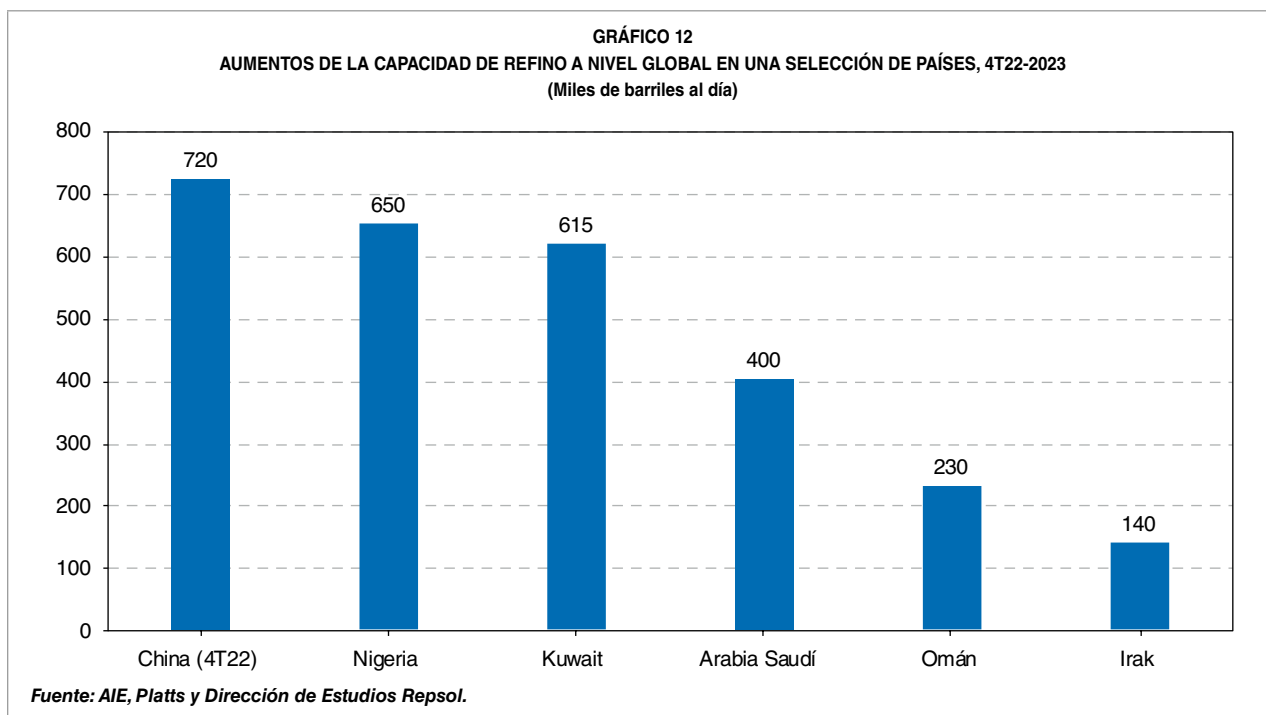
Sin embargo, tras la entrada en vigor, el 5 de febrero, del embargo europeo a la importación, así como el tope al precio de los productos petrolíferos rusos impuesto por el G7, la ▷

Unión Europea y Australia, los márgenes de refino iniciaron una fuerte deriva bajista. Si bien durante el cuarto trimestre de 2022 los márgenes de diésel en el noroeste de Europa promediaron alrededor de 51 \$/bl, con un pico máximo de más de 80 \$/bl registrado en octubre de 2022 debido a la compra para acumulación ante al temor de que Europa no pudiese reemplazar sus importaciones de diésel ruso, pero también, y no menos importante, a los aumentos de costes por los altos precios del gas natural necesario en el proceso de refino y a las huelgas en refinerías francesas, a lo largo del primer trimestre del presente año los márgenes de diésel vieron caídas del 36%. Cabe plantearse, por lo tanto, qué factores han llevado a esta caída de los márgenes. Por un lado, una demanda en Europa estacionalmente débil tras el fin de la temporada de invierno, la caída de los precios del gas natural, la recuperación de la producción de las refinerías

francesas tras las huelgas y unos inventarios de gasóleo en ARA (Amberes-Róterdam-Ámsterdam) por encima de la media de los últimos cinco años han presionado los márgenes a la baja. Sin embargo, el reciente aumento del margen de diésel en el noroeste de Europa refleja unos inventarios de gasóleo en ARA cercanos a la media de los últimos cinco años, interrupciones en el procesado de crudo de las refinerías de Shell y Total en territorio europeo, así como el comienzo de la temporada de conducción y un ligero repunte de los precios del gas natural. En cualquier caso, se espera que los márgenes de este combustible continúen siendo sólidos.

Otro elemento de capital importancia en la evolución de los márgenes de refino europeo es el aumento de la capacidad de refino en otras latitudes. En 2023 se espera que entren en operación una serie de nuevas refinerías que podrían empujar los márgenes a la baja. ▷





Concretamente, entre el último trimestre de 2022 y el presente año se estima que se añadan 1,5 millones de barriles al día de capacidad neta, esto es la diferencia entre apertura de nuevas refinerías y el cierre de complejos de refinación de crudo. Algunos de los principales proyectos incluyen la refinería Jizán, en Arabia Saudí, la cual, a pesar de haber iniciado sus operaciones en 2021, estima que su unidad de hidrocrackeo produzca 200.000 barriles al día de diésel en 2023, de un total de 400.000 barriles al día de capacidad. En agregado, Oriente Medio procesará 8,8 millones de barriles al día, un millón de barriles al día adicionales sobre los que se procesaban en la región en 2019. Otros grandes proyectos esperados en 2023 incluyen la megarrefinería de Dangote, en Nigeria, con 650.000 barriles al día de capacidad; la refinería Al-Zour, en Kuwait, con una capacidad de procesamiento de crudo de 615.000 barriles al día; la refinería de Duqm, en Omán, con 230.000 barriles al día; o el complejo

Karbala, en Irak, que aumentará en 140.000 barriles al día la capacidad de refinación del país.

Adicionalmente a estas nuevas refinerías, destaca el aumento de capacidad en China, país donde se concentra el 17% de la capacidad mundial de refinación y donde también se concentra la mayor parte de la capacidad ociosa (no utilizada) a nivel mundial, y cuya utilización de refinerías actualmente es relativamente baja, en torno al 70%. Sin embargo, la capacidad de exportación de productos refinados dependerá de las cuotas de exportación que conceda el Gobierno chino y, por lo tanto, quedarán sujetas a decisiones de índole política.

7. Conclusiones

Las perspectivas de precios para el resto del año 2023 y para 2024 están mediatizadas desde el lado de la demanda por las probabilidades de una recesión global y una recuperación ▷

más lenta de lo previsto de la demanda china. Por el lado de la oferta, el grupo OPEP+ está actuando para garantizar lo que parece un objetivo mínimo de precios para el barril de Brent de 75 dólares, que contrasta con el aumento del precio en 2022, el cual estuvo en gran medida explicado por la acumulación de productos ante la posibilidad de no tener suficiente crudo ruso para procesar y, sobre todo, por el temor a no disponer de diésel. Estos miedos, unidos al aumento histórico de los precios del gas natural, *input* y coste básico en las refinerías para obtener gasóleo, explican los históricos márgenes de refino de la parte final de 2022.

Esta situación es distinta en 2023, dado que los menores precios del gas y la entrada de nueva capacidad de refino llevarán a los márgenes de 2023 y 2024 a situarse en rangos más normales históricamente, por lo que se reducirá la presión alcista a los índices de precios de consumo (IPC) del mundo.

Si la recuperación de China se retrasara, y las subidas de tipos de interés ralentizasen dramáticamente el crecimiento en la OCDE, los precios solo se sostendrían por la actuación adicional de recortes por parte de Arabia Saudí. Si, por el contrario, la demanda se comporta como en el primer trimestre de este año y además crecen más China y los países emergentes, los precios del petróleo podrían situarse en niveles cercanos a los 90 dólares. Sin embargo, dado lo comentado anteriormente sobre el refino, no parece que esos precios del crudo lleven en ningún caso a precios de la gasolina y del gasóleo ni siquiera similares a los de 2022. Por lo tanto, la incertidumbre actual debería llevar a niveles de precios en torno a los 75,80 dólares barril en lo que queda de año, y algo superiores si se confirma que la movilidad en China se recupera más deprisa de lo que indicarían las perspectivas actuales de crecimiento del PIB.

INFORMES MENSUALES DE COMERCIO EXTERIOR



Los Informes Mensuales de Comercio Exterior son estadísticas que elabora la Secretaría de Estado de Comercio a partir de los datos suministrados por Aduanas. Son estudios que representan una radiografía completa del sector, tanto del mes como del acumulado del año. Exportaciones e importaciones se clasifican de acuerdo a múltiples criterios analizándose por sectores económicos, lugares geográficos o comunidades autónomas. Accesible en

Ministerio de Industria, Comercio y Turismo -
Informes de Comercio Exterior