

## FACTORES EXPLICATIVOS DEL ENCARECIMIENTO DEL CRUDO Y POTENCIALES IMPLICACIONES SOBRE LA ECONOMÍA

Elena López Dehesa (\*)  
David Martínez Turégano (\*)

### 1. INTRODUCCIÓN

La incipiente recuperación económica a nivel mundial ha encontrado un inesperado obstáculo a comienzos de 2004. El encarecimiento del petróleo no sólo ha introducido un importante componente de riesgo sobre los logros alcanzados hasta ahora sino que además ha modificado las perspectivas de actuación de los bancos centrales. De hecho, la preocupación en la clase política, las autoridades monetarias y los organismos internacionales ha quedado patente en los últimos meses inducida lógicamente por la experiencia previa en episodios de naturaleza similar. Esta inquietud es la razón directora de nuestro artículo, en cuya primera parte analizamos brevemente la evolución del precio del crudo en los primeros meses del año. Más extensamente, el segundo apartado aborda los factores que han motivado los fuertes repuntes, tanto desde la óptica de la oferta como de la demanda. Nuestro análisis se completa con un sencillo ejercicio de estimación del impacto que el mantenimiento del precio del petróleo en los niveles actuales tendría sobre el crecimiento económico, el consumo y la inflación.

### 2. EVOLUCIÓN RECIENTE

Desde los 28 dólares por barril (dpb) en los que cerramos en diciembre de 2003, el crudo tipo Brent ha mostrado un paulatino crecimiento a lo largo de 2004 que se ha acelerado en mayo hasta cotas de 40 dpb, máximos desde 1979 (ver gráfico 1). Aunque hasta el momento las comparaciones interanuales se beneficiaban de la subida previa a la segunda guerra de Irak —que lanzó la cotización por encima de 34 dpb—, ahora dichas comparaciones nos perjudican en sentido contrario registrando el barril un crecimiento próximo al 37 por 100 en dólares corrientes desde la caída del régi-

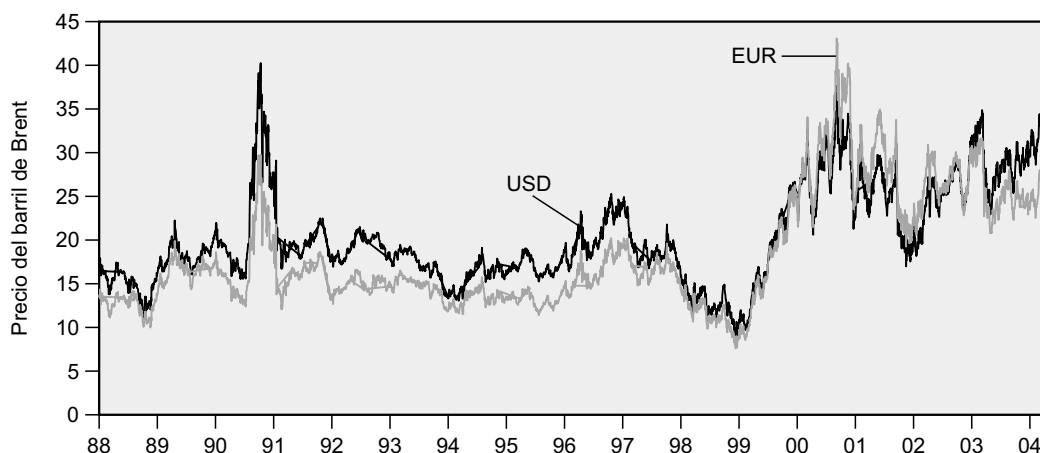
men de Saddam Hussein. Sin embargo, el aumento es menos preocupante si lo consideramos en términos constantes —dado que todavía estamos muy lejos de los máximos alcanzados durante la primera guerra del Golfo Pérsico e incluso menor para aquellas zonas cuyas divisas se han apreciado respecto al dólar, porque la factura petrolífera en moneda nacional les está saliendo relativamente más barata: en euros y yenes el barril se ha encarecido un 33 por 100 en términos nominales.

### 3. ¿QUÉ MUEVE EL MERCADO DE PETRÓLEO?

Resulta complicado determinar con exactitud qué circunstancias, y en qué medida, han provocado esta situación en el mercado de petróleo mundial, dado que la interrelación existente entre los factores que condicionan la evolución del precio del crudo provoca una simultaneidad en la influencia de los mismos. Por ello, distinguimos entre dos tipos de factores: aquellos de carácter coyuntural, que han modificado su comportamiento recientemente frente a otros estructurales, que están presentes desde hace tiempo sin que las circunstancias del momento hayan hecho necesario darles una solución inmediata. Entre los primeros cabe distinguir:

— La *velocidad de recuperación económica a nivel global y las revisiones al alza en la demanda mundial de crudo*. Los fuertes crecimientos registrados en el primer trimestre de 2004 en las principales áreas económicas —EE.UU. y Japón creciendo a ritmos del 4,4 y 5,6 por 100 en tasa trimestral anualizada, respectivamente— han provocado que tanto la Agencia Internacional de la Energía (AIE) como la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) acaben de revisar al alza sus estimaciones mensuales de deman-

GRÁFICO 1  
EVOLUCIÓN DEL COSTE DEL CRUDO



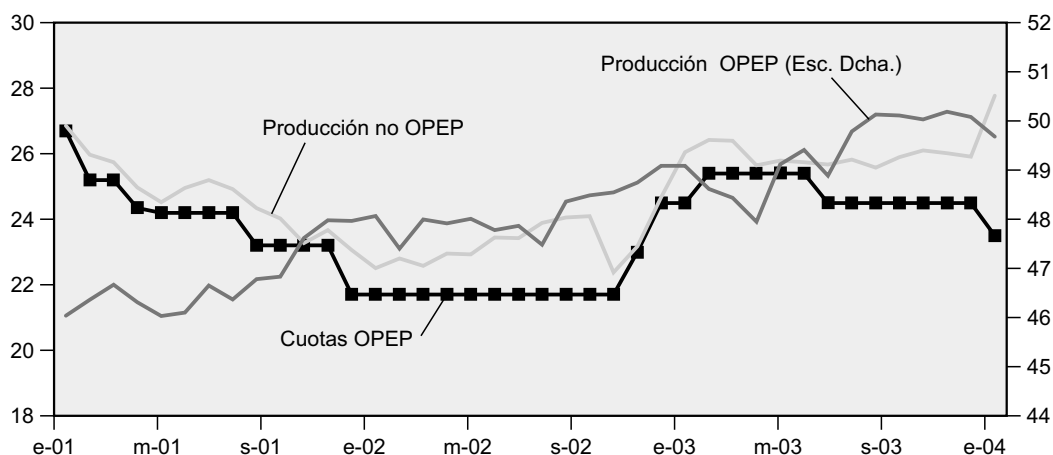
da global de crudo en más de un 2 por 100 adicional —el mayor incremento realizado en siete años—. Sin embargo, existe la duda de si esta creciente demanda está vinculada al consumo o simplemente al almacenamiento de los grandes importadores a nivel mundial (EE.UU. y los países del sudeste asiático, entre ellos China e India fundamentalmente) para evitar posibles interrupciones en el suministro. De hecho, *las reservas estratégicas* de EE.UU. han aumentado su nivel desde principios de abril hasta los 660 millones de barriles, muy cerca de su capacidad máxima de 700 millones, según los últimos datos del Departamento de Energía. Sin embargo, la administración estadounidense ha negado, por el momento, que vayan a ser utilizadas para enfriar los precios del crudo y/o gasolina dado que están constituidas para hacer frente a situaciones de crisis nacional, como ataques a EE.UU. o graves perturbaciones en la provisión de crudo.

— *Los posibles problemas de abastecimiento generados por sobreestimación de la producción de los países no-OPEP* —con la consiguiente revisión a la baja para el segundo semestre de 2004— *y los recortes acordados por la OPEP desde el 1 de abril*. Sin embargo, no parece que los elevados precios del crudo alcanzados en mayo hayan sido causados por un problema de oferta dado que la producción efectiva del cártel excede el techo fijado, como puede apreciarse en el gráfico 2. De hecho, la producción mundial correspondiente a abril ha superado ligeramente los 81 mbd, según datos de la AIE, con lo que debería haber cubierto la demanda. Apoyando

este punto de vista, los futuros negociados sobre el crudo muestran escasas diferencias de precio entre vencimientos cercanos: si realmente existiera un problema de oferta esperaríamos que existieran grandes diferencias entre dichos vencimientos porque el deseo de aprovisionamiento lanzaría la cotización de los futuros de vencimiento próximo por encima de la que correspondería a los que vencen más tarde, tal y como ocurrió en la invasión de Kuwait de 1990.

— *La preocupación sobre la situación de los inventarios de crudo y gasolina en EE.UU. incide sobre la confianza del mercado*. Aunque el gráfico 3 muestra que los inventarios de crudo están almacenándose desde principios de año a ritmos mayores de los últimos dos años para satisfacer el incremento de la demanda a partir de junio —la llegada del verano en EE.UU. crea un fuerte componente estacional en la demanda de crudo para producir carburantes—, la situación de los inventarios de gasolina presiona los precios del crudo: ligeramente por encima del promedio histórico desde 2000, el *stock* actual es inferior en un 4 por 100 al del mismo período de 2003, lo que inquieta al mercado teniendo en cuenta que la demanda de gasolina aumenta un 3 por 100 anualmente. Esta situación viene explicada porque no ha sido posible recomponer los inventarios al ritmo deseado: la producción se ha destinado a satisfacer la fuerte demanda registrada en los primeros meses del año y las importaciones quedan limitadas por la legislación relativa al nivel de azufre que deben contener las gasolinas producidas en refinerías extranjeras.

GRÁFICO 2  
PRODUCCIÓN MUNDIAL DE CRUDO DESAGREGADA



Fuente: OPEP y Departamento de Energía de EE.UU.

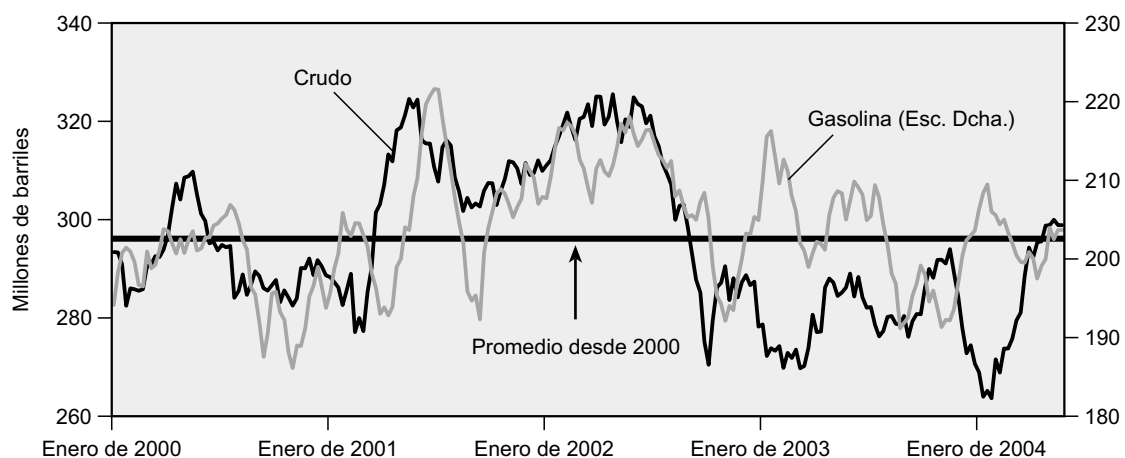
— *La incertidumbre geopolítica en Oriente Medio*— que concentra dos terceras partes de las reservas mundiales de petróleo— añade una prima de riesgo al precio de mercado ante los problemas de suministro que causarían los posibles sabotajes sobre oleoductos.

— Vinculada a esta prima de riesgo, las *posiciones especulativas de los fondos de inversión* muestran que las posiciones abiertas han aumen-

tado sustancialmente desde que el Brent superó la cota de los 35 dpb: si la media de estas posiciones desde 2003 es aproximadamente unos 60 barriles, la media del último mes se sitúa en los 110 barriles.

Por otra parte, algunos de los factores que subyacen a la actual evolución del mercado de petróleo y que pueden tener serias repercusiones a medio plazo sobre este mercado y el de sus derivados son los siguientes:

GRÁFICO 3  
EVOLUCIÓN DE LOS INVENTARIOS DE CRUDO Y GASOLINA EN EE.UU. EN 2000-2004



Fuente: Departamento de Energía de EE.UU.

— La constante caída en la capacidad de producción extra de crudo de los países OPEP —históricamente los no OPEP producen prácticamente a su máxima capacidad— genera un estrechamiento paralelo en la capacidad de respuesta a los desajustes entre oferta y demanda. De hecho, el actual margen de la OPEP, estimado en unos 2,5 mbd, quedaría significativamente reducido en caso de que los productores con capacidad extra, fundamentalmente Arabia Saudita, decidieran ofertar más crudo a los precios vigentes.

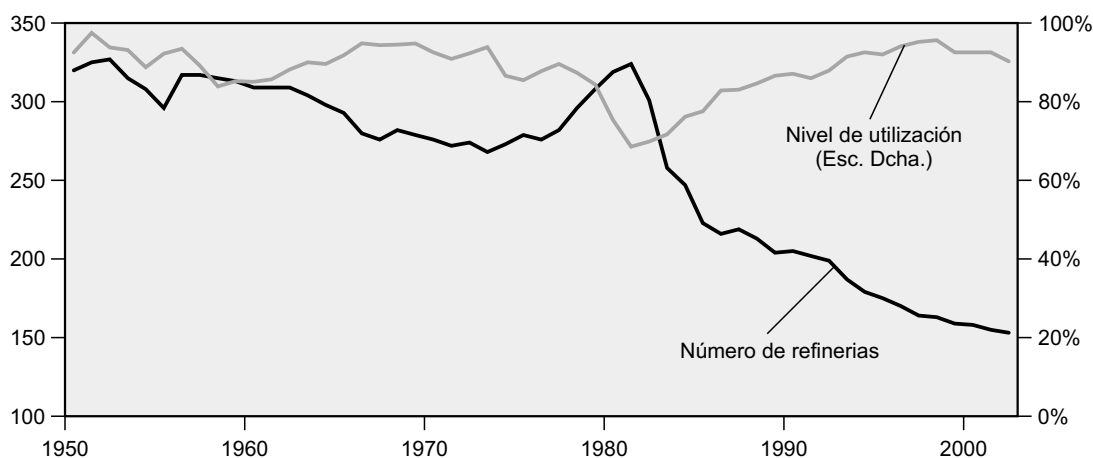
— La legislación energética en EE.UU., concretamente la normativa sobre la gasolina —que actualmente requiere que contenga la mitad de azufre que el permitido en 2003—, se volverá más rigurosa cada año hasta 2006. El objetivo a medio plazo de esta política es incentivar la inversión en las propias refinerías de EE.UU. en vez de cumplir estos requisitos vía importaciones dado que, en el corto plazo, las importaciones desde Brasil, Venezuela y otros suministradores han sido parcialmente sustituidas por las de Canadá y Europa, que son productores de gasolina de bajo contenido en azufre —en mayo las importaciones de Europa han aumentado hasta 1,5-1,7 millones de toneladas frente los 1,5 de abril.

— Las exigencias del Protocolo de Kioto para reducir las emisiones de gases causantes del efecto invernadero aumentarán los precios de todos los combustibles fósiles. En concreto, el informe publicado por el Consejo Mundial de la Energía para

2004 estima que un coste de 50 dólares por tonelada de dióxido de carbono reducido añadiría hasta 20 dólares al coste del barril de petróleo.

Estos tres factores exigen una mayor inversión en tecnologías de producción, exploración y refino que requerirá, asimismo, mayores desembolsos de capital para satisfacer la demanda y expandir la oferta con técnicas más eficientes. Ésta debería concentrarse en los países en desarrollo dado que su oferta y demanda aumentan más rápidamente, a pesar de que el coste unitario de un incremento en la capacidad productiva es generalmente menor que en los países industrializados. Sin embargo, la tendencia observada en los últimos años no es demasiado optimista, dado que el incremento de la competencia y de la volatilidad en los mercados de energía ha desincentivado la inversión en la industria petrolera. De hecho, las refinerías de EE.UU. son un claro reflejo de esta situación como puede verse en el gráfico 4: la baja rentabilidad y las presiones medioambientales han provocado que en los últimos 25 años no sólo se haya reducido su número en un tercio sino que no se han renovado desde hace tres décadas. La razón está en que la abundancia y fiabilidad del suministro hacía preferible, hasta el momento, importar la gasolina frente a producirla. Sin embargo, la reciente dificultad para aprovisionar gasolina a los niveles deseados podría ser un primer indicio que incentivara la inversión en infraestructuras petrolíferas, que es precisamente uno de los objetivos que busca la rigurosidad de la legislación medioambiental.

GRÁFICO 4  
SITUACIÓN DE LAS REFINERÍAS EN EE.UU.: NÚMERO Y GRADO DE UTILIZACIÓN



Fuente: Departamento de Energía de EE.UU.

En conjunto, estos factores apuntan a que los agentes económicos anticipan precios relativamente altos en el corto y medio plazo: la mayoría de bancos de inversión y empresas petroleras han modificado su escenario considerando un precio por barril que no baja de 30 dólares.

#### 4. POTENCIALES EFECTOS SOBRE LA ECONOMÍA DEL ENCARECIMIENTO DEL CRUDO

El incremento del precio del petróleo registrado en la primera mitad de 2004 no se corresponde con un episodio aislado en la historia económica reciente. Si acotamos nuestra muestra de referencia a los últimos quince años podemos identificar tres momentos con movimientos asimilables al actual (ver gráfico 5). Aunque en aquellas ocasiones hubo una conjunción de factores de muy distinta naturaleza en la marcha de la economía, en todos los casos el encarecimiento del crudo estuvo seguido de una ralentización cíclica significativa y episodios inflacionistas:

— Primera guerra en Irak: el precio del barril de Brent subió hasta 40 dólares en octubre de 1990. El PIB de Estados Unidos retrocedió tres trimestres consecutivos en 1991 y el consumo privado estuvo prácticamente estancado durante año y medio. La crisis europea de 1992-1993 encontró en un petróleo caro un elemento de apoyo.

— 1999-2000: el coste del crudo se triplicó en el plazo de dos años. La economía estadounidense moderó su crecimiento dos puntos en 2001 y el Área Euro uno. La inflación en ambas zonas se duplicó hasta el 3,5 y el 2,5 por 100, respectivamente.

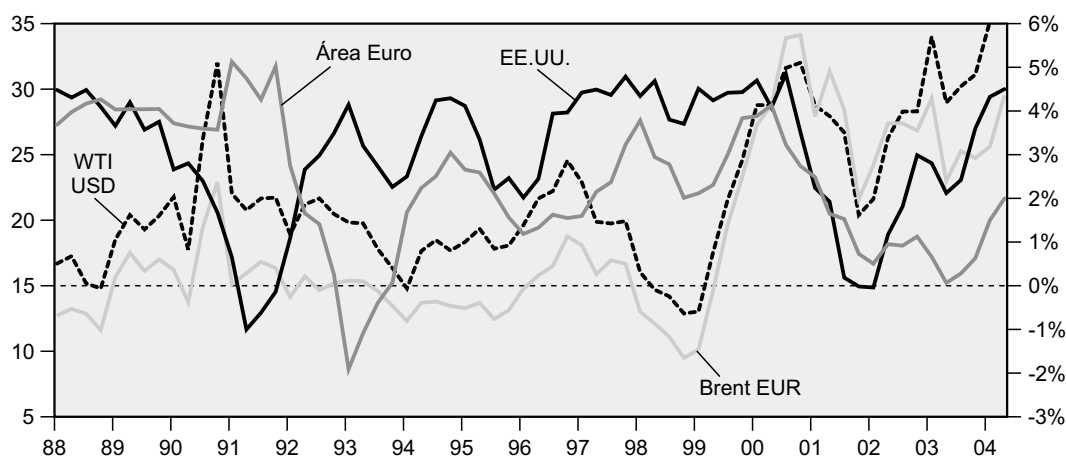
— Segunda guerra en Irak (2003): la escalada de precios en 2002 se aceleró con la incertidumbre sobre la posible intervención estadounidense. Se truncó la recuperación económica en las principales áreas mundiales.

Los canales de transmisión a la economía del encarecimiento del petróleo son muy diversos e incluyen efectos de carácter directo e indirecto en todos los sectores.

— El impacto más inmediato se produce en los precios en el componente de productos energéticos del IPC que, a pesar de corresponderse con un porcentaje modesto (entre un 5 y un 10 por 100), experimenta variaciones muy volátiles que pueden aumentar o disminuir la inflación interanual en varias décimas de un mes a otro.

— El aumento en el precio del crudo tiene también un traslado relativamente inmediato sobre otros bienes y servicios, como el transporte. Las necesidades de petróleo en los diferentes subsectores de la economía son muy diversas, pero de una u otra forma las empresas notan en el cómputo de sus costes un incremento de su precio. Por

GRÁFICO 5  
RELACIÓN ENTRE PRECIO DEL PETRÓLEO Y CRECIMIENTO ECONÓMICO



ello, en los meses sucesivos al encarecimiento del crudo, el resto de componentes experimenta repuntes en sus tasas de crecimiento.

De esta forma, la cesta de consumo incrementa su precio, con el consiguiente impacto negativo sobre el gasto real de las familias. El retraimiento del consumo afecta de forma desfavorable a la actividad doméstica, en mayor medida como consecuencia de la transferencia de rentas hacia el exterior, más intensa lógicamente en aquellos países dependientes de la importación de energía. El *timing* e intensidad de los efectos dependerá de un conjunto amplio de factores, entre los que se incluyen el grado de competencia (capacidad de traslación de mayores costes a precios finales), los estímulos de política monetaria y fiscal o la evolución del tipo de cambio (si la economía no está dolarizada).

Con motivo del encarecimiento del petróleo en 2004 diferentes instituciones y organismos internacionales, como la AIE y el FMI, han realizado estudios del impacto de un mantenimiento de la cotización en los niveles actuales sobre el crecimiento económico y la inflación. En este apartado realizamos una aproximación sencilla a este tipo de valoraciones, a través de un modelo VAR que incluye el precio medio del petróleo en el último año, la tasa interanual de inflación, la tasa interanual de crecimiento del consumo privado y la tasa interanual de crecimiento del PIB. De esta forma, podremos evaluar la intensidad y retardo del traslado de un mayor coste energético sobre los pre-

cios generales, la demanda y la actividad. Utilizamos datos trimestrales entre 1988 y 2003 para Estados Unidos, Área Euro y España y representamos los resultados en los gráficos 6, 7 y 8, respectivamente.

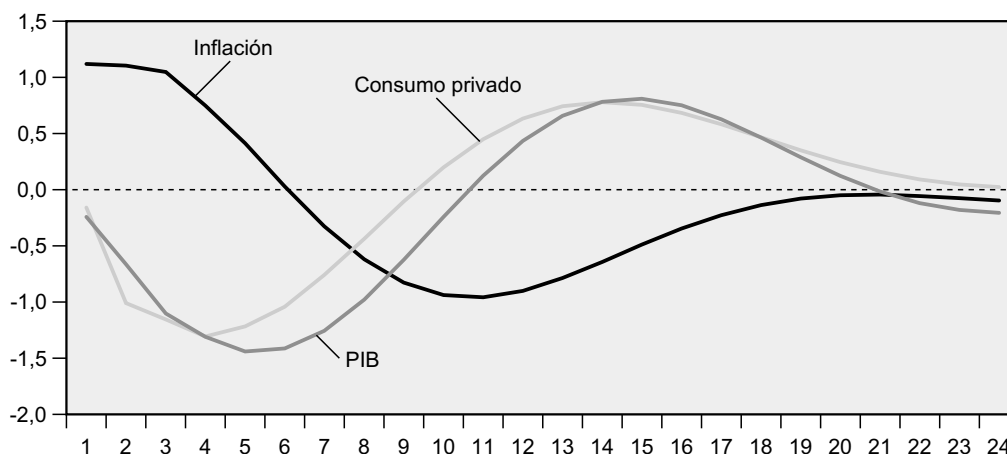
Las principales conclusiones extraídas del análisis de nuestros resultados muestran:

— Un efecto intenso y relativamente inmediato del alza en el precio del crudo sobre el crecimiento del consumo privado y el PIB en Estados Unidos. El impacto negativo se prolonga aproximadamente dos años si no se producen correcciones a la baja. La reacción en la inflación es inmediata y tiende a desaparecer en el plazo de año y medio.

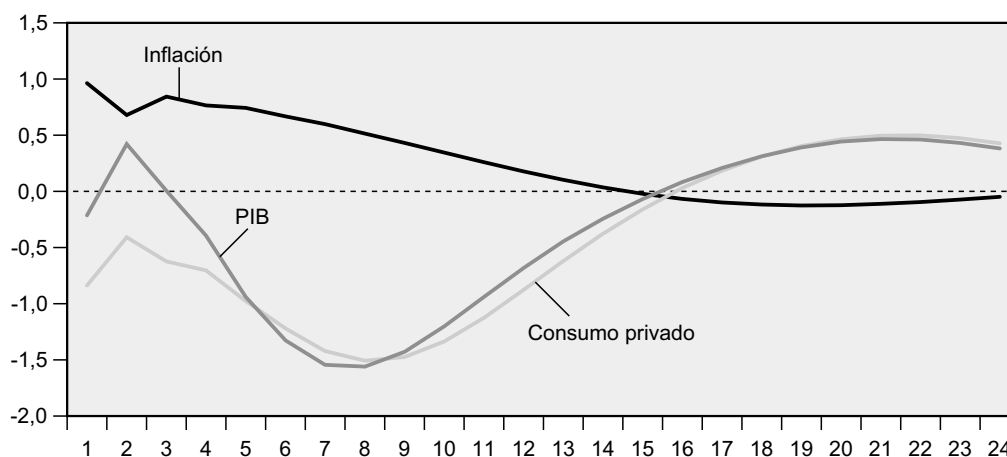
— En el Área Euro un impacto más retardado sobre el gasto y la actividad económica, aunque más prolongado en el tiempo, dada la mayor rigidez en los mercados de bienes y factores productivos. Los efectos tienden a desaparecer por completo al cabo de tres o cuatro años. En materia de precios, la traslación también tiene carácter duradero.

— En España se observa un comportamiento similar en términos de inflación, tanto en persistencia como intensidad. Menos claros resultan las conclusiones en torno al crecimiento y el consumo, ya que a tenor de las estimaciones no observamos un impacto negativo del encarecimiento del petróleo hasta después de año y medio. Una expli-

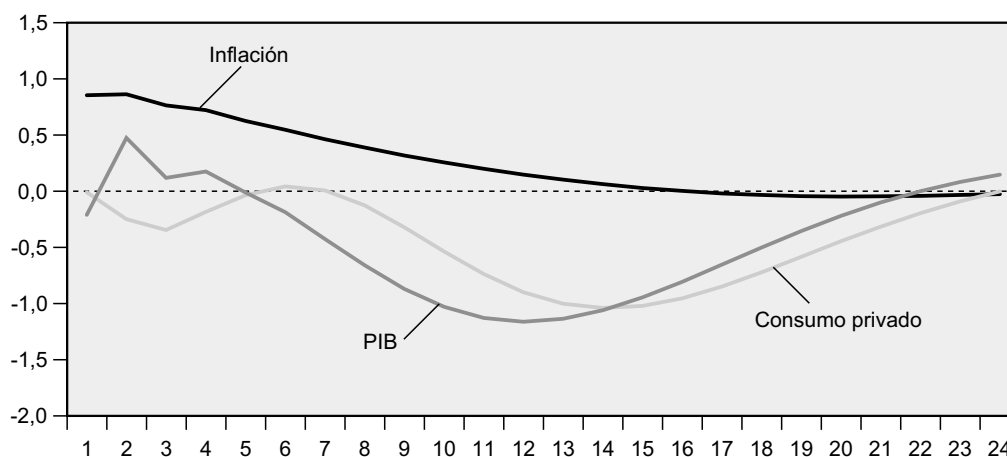
GRÁFICO 6  
IMPACTO DE WTI = 36 USD EN EE.UU. EN LA SEGUNDA MITAD DE 2004



**GRÁFICO 7**  
**IMPACTO DE BRT = 35 EUR (USD/EUR = 1,18) EN EL ÁREA EURO EN LA SEGUNDA MITAD DE 2004**



**GRÁFICO 8**  
**IMPACTO DE BRT = 35 EUR (USD/EUR = 1,18) EN ESPAÑA EN LA SEGUNDA MITAD DE 2004**



cación podría ser que nuestro país ha contado con estímulos adicionales, como la mejoría notable en las condiciones de financiación, que han contrarrestado la evolución del crudo.

En definitiva, las estimaciones muestran, con los diferentes matices regionales, cómo el precio del crudo tiene claros efectos distorsionadores sobre la senda de crecimiento de una economía y sus niveles de inflación, algo que podría resultar extremadamente adverso en el actual proceso de recuperación del Área Euro y de relevo en la inversión en España a favor del componente productivo.

## 5. CONCLUSIONES

La rápida escalada de los precios del petróleo acontecida durante el mes de mayo en los mercados internacionales ha generado serias preocupaciones entre las principales autoridades económicas y monetarias a nivel mundial. En esta situación hay dos cuestiones básicas que responder: qué factores justifican esta reciente evolución del precio del barril de crudo y en segundo lugar, cuál es el impacto económico del mantenimiento del barril en estos elevados precios. Determinar qué elementos están detrás del desorbitante precio alcanzado por el petróleo resulta complicado por la inte-

rrelación de factores que inciden sobre este mercado. Lo cierto es que han coincidido una demanda más fuerte que la prevista con un recorte oficial de la oferta, todo ello en un contexto de elevada incertidumbre geopolítica en Oriente Medio que incentiva tanto el aprovisionamiento de los importadores netos para evitar problemas de suministro como las posiciones especulativas de inversores arriesgados. Detrás de esta confluencia, elementos como la rigidez de oferta causada por las refinerías de EE.UU. junto la rigurosidad de la legislación medioambiental a nivel mundial generan

problemas estructurales que apoyan escenarios donde el precio del petróleo se sitúa por encima de los 30 dólares por barril. Sin embargo, los estudios realizados y la propia historia demuestran que el coste de no invertir en nuevas tecnologías de producción, exploración y refino para solucionar estos problemas estructurales puede ser muy alto en términos de crecimiento económico e inflación.

**NOTA**

(\*) Analista Financiero Internacional.