



¿Hay una burbuja en el mercado del petróleo?

MIGUEL SEBASTIÁN

El precio del petróleo está por encima de los 140 dólares por barril, el precio máximo histórico. Nunca el petróleo había valido tanto, ni siquiera puntualmente en los peores momentos de los anteriores episodios de bruscas subidas de precios. Si se analiza la historia del precio del petróleo en términos reales, es decir, una vez descontada la inflación, la situación actual es incluso más llamativa. Tal y como refleja el gráfico (ver página 5), el precio actual en términos reales es casi un 50% más elevado que el máximo alcanzado durante la última crisis del petróleo que siguió a la revolución iraní de finales de los años 70. Así, el precio real en dólares constantes de 2007 se situó en 1980 en 93 dólares por barril, muy por debajo de los 140 dólares actuales. Además, la reciente subida del precio no ha sido precisamente suave. Si la medimos en tasa de crecimiento anual, la subida del último año se acerca al 100%. Y en los últimos cinco años el precio se ha multiplicado por cinco. Para encontrar otra subida de esta magnitud hay que remontarse a principios de los años 70, coincidiendo con la primera crisis del petróleo, en la que el precio se multiplicó por seis. Pero no así en la segunda, en que apenas se multiplicó por 2,5.

¿Qué ha provocado la brusca subida del precio? Se suele argumentar que en buena parte se debe al fuerte crecimiento de las economías emergentes. En efecto, la demanda de estos países, fundamentalmente China e India, ha crecido por encima del 15% desde 2004. Sin embargo, estos países aún representan un porcentaje minoritario del PIB mundial. Además, la demanda de los países desarrollados se ha reducido en un 1%, gracias a una mayor

eficiencia energética. Por todo ello, cuando se considera el mundo en su conjunto, el consumo de petróleo ha crecido un 5,7% acumulado en los últimos cuatro años, un 1,4% anual en promedio. Éste es el resumen de los datos: un poco más de 5% de crecimiento de la demanda y un 400% de aumento del precio. Compárense esos datos con los de los 20 años anteriores en los que el consumo creció un 40% y el precio alrededor de un 30%.

Es cierto que en los últimos años ha

«Un precio del crudo excesivo destruye empleo y pone en peligro el crecimiento económico global»

habido una inversión insuficiente, lo que ha resultado en una escasa capacidad de aumentar la producción para acomodar estos aumentos de la demanda. A modo de ejemplo, la producción de la OPEP entre 2005 y 2007 no sólo no creció para absorber la mayor demanda, sino que se redujo ligeramente en unos 100.000 barriles al día. En ese mismo periodo de tiempo, el consumo de petróleo aumentó en 2,2

millones de barriles. Es decir, que en estos últimos años se ha reducido el llamado exceso de capacidad, es decir, la capacidad sobrante en la industria para aumentar la producción en el corto plazo. En la actualidad, el exceso de capacidad está mucho más ajustado ahora que en el pasado. Entre 2003 y 2007 esta variable se ha movido entre uno y dos millones de barriles, lo que apenas representa un 2% de la producción. En los 10 años anteriores el exceso de capacidad se movió entre los tres y los seis millones de barriles. Un exceso de capacidad pequeño indica que la oferta está muy ajustada y que apenas hay capacidad para absorber aumentos adicionales de la demanda. Esto, lógicamente, presiona al alza al precio.

Cabe la pena señalar que para el año 2009 y 2010, la Agencia Internacional de la Energía espera un aumento significativo de la capacidad sobrante debido a la entrada en producción de nuevos proyectos y campos petrolíferos. De acuerdo con el argumento anterior, este aumento de capacidad debería traducirse en una reducción del precio.

Si no lo hace pronto es porque el precio actual está fuera de lo explicable desde un punto de vista de los fundamentales de la oferta y la demanda, es decir, tiene un componente de burbuja especulativa.

Tampoco el entorno internacional financiero debería estar presionando al alza el precio del petróleo. A partir de junio del año 2007 estalla la crisis de las hipotecas *subprime* norteamericanas y se genera una crisis de liquidez en los mercados financieros. Esta crisis de liquidez genera un proceso acelerado de deterioro de las expectativas económicas en los países desarrollados. Sorprendentemente, a medi-



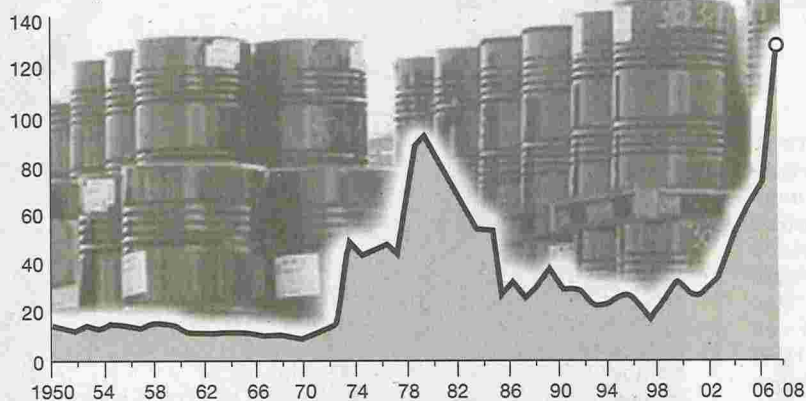
da que empeora la situación de los mercados financieros internacionales, así como las perspectivas de crecimiento económico, el precio del petróleo se dispara. Los inversores financieros están abandonando los activos tradicionales para buscar refugio en las materias primas y, en particular, en el petróleo. La teoría económica explica que en un entorno de fuerte desaceleración económica los precios tienden a deprimirse, no a crecer desahoradamente. Buena parte de la fuerte subida del precio en el último año sería una burbuja especulativa, derivada de la búsqueda de un activo refugio para escapar de la crisis de financiera.

Una burbuja especulativa surge cuando la demanda se alimenta casi exclusivamente por la propia expectativa de revalorización del precio. Es decir, el operador compra no porque necesite petróleo a futuro, sino porque espera que su precio vaya a subir. El aumento de la demanda hace que el precio suba, con lo que se cumple la expectativa alcista y se generan nuevas expectativas que atraen a más compradores, y así sucesivamente en una espiral difícil de parar.

Hay elementos en los mercados financieros que justifican la posible aparición de dicha burbuja. Desde 2005 se ha producido un cambio en los mercados de futuros de materias primas muy relevante. Los llamados fondos institucionales (de pensiones, soberanos, etcétera) que habían estado ausentes de estos mercados, han empezado a operar con mucha fuerza. Asimismo, la existencia de una regulación demasiado laxa que permite un excesivo apalancamiento ha contribuido a alimentar la burbuja. Para ilustrar este punto basta decir que en los últimos cinco años la demanda efectiva de petróleo por parte de China y la demanda especulativa por parte de los fondos institucionales ha crecido lo mismo, alrededor de 900 millones de barriles al año o 126.000 millones de dólares. Para el conjunto de las materias primas y en términos monetarios, la inversión en estos mercados de futuros ha pasado de 13.000 millones de dólares a más de 250.000 millones, es decir, se ha multiplicado por casi 20 en apenas cuatro años.

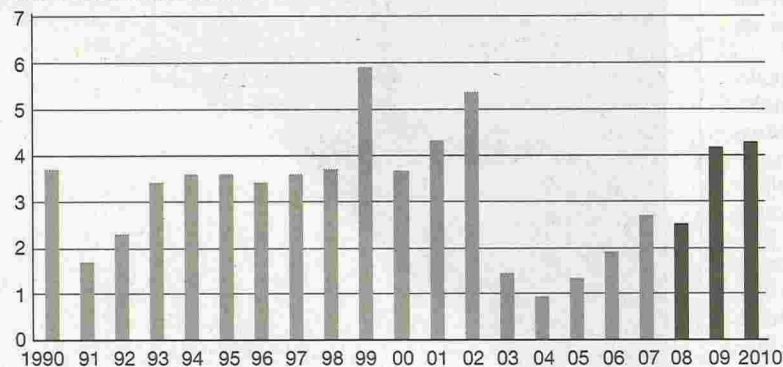
● Precio del petróleo en términos reales

Dólares por barril



● Exceso de capacidad

Millones de barriles diarios



FUENTE: Agencia Internacional de la Energía

EL MUNDO

La actual burbuja de los precios del petróleo es más dañina que la burbuja inmobiliaria o que la tecnológica. Estas han creado riqueza y empleo, aunque fuera de forma temporal y no sostenible. Pero un precio del petróleo excesivo destruye empleo y pone en peligro el crecimiento económico global, dañando no sólo a los países consumidores sino también a los países productores a medio plazo, especialmente aquellos que están diversificando su actividad más allá del petróleo, o aquellos que están invirtiendo su renta petrolífera en los países que se van a ver golpeados por el choque de materias primas. Por ello, se hace necesario cambiar la regulación de los mercados financieros de materias primas para hacerla más restrictiva en un doble sentido. Por un lado, desincentivando la entrada de los

fondos institucionales y, por otro, reduciendo la capacidad de apalancamiento de los fondos participantes en estos mercados.

Es difícil identificar qué parte del actual precio del petróleo se corresponde con una burbuja financiera especulativa y qué parte responde a un problema de oferta insuficiente. También es imposible saber en qué momento el mercado financiero cambiará sus expectativas sobre el petróleo, haciendo caer bruscamente el precio. Confiemos en que aparezca pronto algún elemento que *pinche* la burbuja. Así pasaríamos a tener un precio del petróleo explicado sólo por los factores fundamentales. Sin duda, sería un precio alto, pero no tan exageradamente alto.

Miguel Sebastián es ministro de Industria, Turismo y Comercio.