

Alex Fusté

Chief Global Economist
Andbank

alex.fuste@andbank.com

[@AlexfusteAlex](https://twitter.com/AlexfusteAlex)



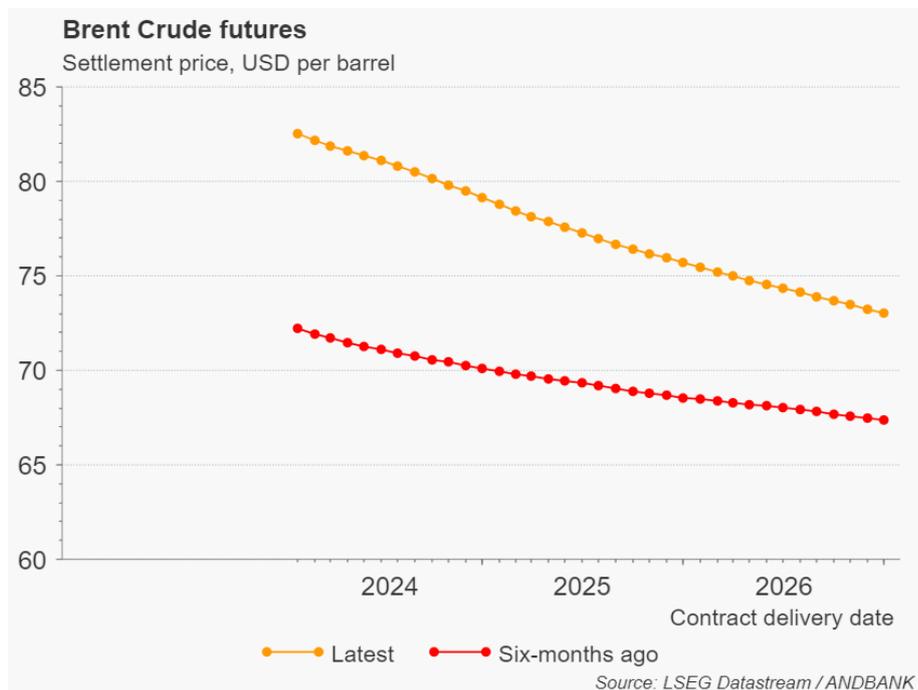
“los riesgos geopolíticos están en su nivel más alto en 50 años, lo que plantea preocupaciones sobre el suministro de energía”
(CEO, Baker Hughes)

Energía: El precio que más importa. ¿Por qué no escala a pesar de los múltiples conflictos? Previsión.

Un importante operador de mercados me dijo una vez que sus mejores decisiones van en contra de los conocimientos convencionales que rigen las decisiones del resto. Puedo comprenderlo, pues a lo largo de estos años he podido comprobar que lo que se denomina conocimiento convencional es, en la mayoría de las ocasiones, bastante simplón o pueril. Un buen operador tiende a hacer lo inesperado a los ojos de los inversores comunes precisamente por ser estos dolorosamente predecibles -me enseñaba-. Significa que el operador solo sigue una regla: ¿Cómo explotar la ignorancia de la mayoría? Sentenció. Yo le recordé la consigna que todo actor en mercados debe tener presente: -No hay almuerzos gratis (le dije) por lo que como operador estarás necesariamente en una incómoda posición contraria la mayoría del tiempo-. Entonces me respondió algo que quedó graciosamente gravado en mi subconsciente. Me dijo: “Eso explica por qué los operadores envejecemos al ritmo de los perros. Un año en una sala de negociaciones vale por siete en cualquier otra empresa”. Divertida etapa aquella. En cualquier caso, todo esto deriva en una de las pocas reglas empíricas sobre la información: “Los que hablan no saben, y los que saben, no hablan”. Puedo dar fe que es así. Ayuda a mantener la asimetría de conocimientos y las ventajas asociadas. Por ello uno debe medir mucho sus aportaciones. No vaya a ser que lo encasillen en la lista de los que hablan demasiado.

La intuición general indica que la fatal combinación de la guerra en Ucrania, el enfrentamiento Rusia-Occidente, y ahora el conflicto en Oriente Medio más grave en décadas, debería haber llevado el precio de la energía a escalar cotas no alcanzadas en mucho tiempo. El propio CEO de Baker Hughes, uno de los tres principales proveedores mundiales de servicios de campo petrolífero junto con SLB y Halliburton, responsable no solo de perforar pozos sino de colocar tuberías en todo el mundo, desde Texas hasta África Occidental, advirtió ayer mismo que los riesgos geopolíticos “están en su nivel más alto en 50 años”, lo que plantea preocupaciones sobre el suministro de energía. Advierte este ejecutivo que en su entrono se habla abiertamente de una situación similar al embargo petrolero de 1973 y afirmó, sin rodeos que, en todo su mandato “el clima geopolítico nunca había sido tan frágil como hoy”. Sus comentarios llegan cuando el conflicto entre Israel y Hamas en el Medio Oriente se suma a un entorno ya de por sí febril, en tanto que la invasión a gran escala de Ucrania por parte de Rusia está a punto de transitar su tercer año.

En 2022, los precios del petróleo saltaron a más de \$130 por barril. Volvieron a subir en septiembre a casi \$100 pbl después de los hechos en Israel; pero desde entonces, la energía ha disminuido hasta los \$80 pbl en noviembre. Ocurre aquí algo curioso. Al mirar la pantalla y ver el precio del primer contrato en \$80, la percepción es que hay calma en el sector, pero lo cierto es que todos los contratos han subido de precio en los últimos seis meses, como se ilustra en el gráfico inferior.



El precio de la energía es el más importante de cuantos precios se puedan considerar. Determina no solo la inflación, sino el precio del resto de activos financieros

Pero insisto, a pesar de este salto en los precios futuros, la realidad es que el primer precio del crudo ha caído, casi inexplicablemente, de \$100 a \$80 y cabe preguntarse por qué. La respuesta de consenso tiene que ver con que la preocupación de que se pudiera desencadenar un conflicto más amplio en el Medio Oriente ha disminuido. También he escuchado la peregrina idea que los datos económicos bajistas han amortiguado la demanda de energía. Respuestas de rebaño que no valen ni el papel en el que están escritas. Ni el riesgo de un conflicto más amplio en la región ha disminuido, ni consumimos ahora menos barriles por día que hace dos meses. ¿Entonces? ¿Qué hay realmente detrás de la relativa calma en el mercado de la energía? Más importante aún: ¿Puede mantenerse esta agradable entorno de calma? Abro un paréntesis aquí para recordar que el precio de la energía es el más importante de cuantos precios se puedan considerar. Determina no solo la inflación; también el precio del resto de activos financieros ya que el coste de la energía influye en el apetito global por el riesgo. Por ello es crucial preguntarse por qué la energía no se encarece peligrosamente a pesar de tan comprometedor combinación de incidentes globales. Aquí es donde aparece nuestro querido operador, con algo más de información que el resto. Datos que ustedes deben saber si, como a mí, les inquieta el futuro inmediato de la energía y del apetito por el riesgo global.

Dos actores, están evitando un funesto recorrido alcista en los precios de la energía: China y EE.UU,

Dos razones, o más bien, dos actores, están evitando el funesto recorrido alcista en los precios de la energía y facilitando una cierta estabilización de los mercados financieros. El primero es China (junto con Irán. -Sí. Han leído bien). Las compras de petróleo de China desde Irán han alcanzado niveles record, permitiendo a Irán aumentar substantivamente su producción hasta niveles no vistos en muchos años, lo que contribuye a poner más crudo en el mercado, reduciendo la presión en el precio. Lo más destacable es que todo esto ocurre ante las fuertes sanciones de EE.UU a todo el que compre crudo iraní, y ante la amenaza de endurecer dichas sanciones. Y es que a las sanciones ya existentes relacionadas con el programa nuclear de Irán, los legisladores estadounidenses buscan ahora ejercer más presión contra cualquiera que

Las refinerías independientes en China, conocidas como “teteras”, son las que compran y procesan petróleo iraní en sustitución de las grandes refinerías estatales (sujetas a los efectos de las sanciones).

comercie con Teherán, especialmente tras los ataques del 7 de octubre en Israel. Se están considerando ahora nuevas sanciones a puertos de descarga y refinerías extranjeras que hayan podido procesar, directa o indirectamente petróleo exportado desde Irán. ¿Cómo es posible entonces que, en un entorno de amenaza de nuevas sanciones, China se haya convertido en el principal cliente de Irán? ¿Acaso no teme ser objeto de sanciones comerciales? Sepan ustedes que Beijing ha comprado un promedio de 1,1 millones de barriles por día de petróleo iraní entre enero y octubre de 2023, que esto representa un 60% de aumento en relación a las compras previas a las sanciones registrados por la aduana china en 2017; y más llamativo aún: las compras chinas de crudo iraní continúan acelerándose a día de hoy, alcanzando en la actualidad la cifra de 1,45 millones de barriles diarios, siendo el nivel mensual más alto jamás registrado entre estos dos países. Estas importaciones chinas están permitiendo a Teherán aumentar su producción de tal modo que ésta ya se sitúa en los 3,2 millones de bpd; la producción más alta desde 2018. A cambio, por supuesto, Teherán debe ofrecer a Beijing importantes descuentos, que oscilan alrededor de los \$13 por barril en relación al ICE Brent. Un precio considerablemente menor al comparable crudo procedente de Omán, que cotiza a \$5 de prima respecto al ICE Brent. Lo importante de todo esto es que no solo China se beneficia de estos descuentos. El resto del mundo también, y esto es lo favorable. Los mercados lo celebran. ¿Y las temidas sanciones? ¿No disuaden a China? ¿Cómo entra el petróleo iraní en China? Curiosamente, y a pesar de las abultadas compras de crudo procedente de Irán, la aduana china no ha registrado ninguna importación directa desde Irán desde diciembre de 2020. Casi todo el petróleo iraní que entra en China está etiquetado como originario de Malasia u otros países del Medio Oriente. El petróleo es transportado por las conocidas como “flotas oscuras”; que son petroleros antiguos que generalmente apagan sus transpondedores (dispositivos de localización) cuando cargan en los puertos iraníes. Una técnica bautizada con el nombre de “*fake locations*”. Ayuda a que no se detecte la zona de carga ni el origen del crudo; si bien no siempre funciona y acaban siendo detectados por la creciente flota de satélites privados. También se usan otras tácticas como las conocidas con el nombre de STS (Ship-to-ship). Descargas que suelen tener lugar fuera de las zonas de transferencia autorizadas, y cada vez más frecuentemente en zonas con muy malas condiciones marítimas en las que ocultar dichas actividades, lo que a su vez genera crecientes temores por los evidentes riesgos de accidentes y contaminación, según denuncia la *UN Shipping Agency*.

¿A través de qué refinerías China compra crudo iraní? Los refinadores gigantes estatales, Sinopec y PetroChina, venían siendo los tradicionales clientes del petróleo iraní en el pasado, manteniendo incluso importantes inversiones directas en campos petrolíferos de Irán. Dichas inversiones se mantienen, incluso han aumentado recientemente, pero son las refinerías independientes de China las que se dedican a comprar ahora el crudo iraní. Hay unas 40 refinerías independientes en China, conocidas como “teteras”, y la mayoría procesan petróleo iraní en sustitución de las grandes refinerías estatales (sujetas a los efectos de las sanciones). Las “Teteras” tienen poca exposición al sistema financiero global basado en el dólar, por lo que no necesitan cooperar con empresas occidentales, y se ven menos afectados por las sanciones. La mayoría de estas transacciones se pagan en moneda china. Ya sabemos entonces de donde viene el repunte en el índice de internacionalización del

Renmimbi. Todo hay que decirlo. Los refinadores independientes chinos compran petróleo iraní principalmente porque es barato y de buena calidad. Como ya he comentado, el *Iranian Light crude* (el grado de exportación principal) se negocia con un descuento de alrededor de \$18 por barril con respecto al crudo de calidad similar de Omán. ¿Cuál es la postura oficial de Beijing sobre el comercio con Irán y las sanciones? ¿Puede continuar este comercio, y contribuir a una relativa calma en el mundo de la energía? ¿O la eficacia de las sanciones de los EUA podría acabar con este flujo de crudo iraní y volver a estresar el suministro global? La eficacia de las sanciones americanas es medible. Desde 2021, Washington ha sancionado a más de 180 entidades e individuos relacionados con los sectores petrolero y petroquímico de Irán o relacionados con el movimiento y lavado de ganancias cuyo origen es el crudo iraní. Se han categorizado más de 40 buques de esas entidades sancionadas como “propiedad bloqueada”, y el gobierno de EE.UU también se comunica regularmente con otros países para desalentarlos de cualquier decisión que contravenga las sanciones. Dicho esto, no creo que las sanciones supongan un obstáculo que frene el comercio entre China e Irán; que en buena medida está contribuyendo a la calma en el mundo de la energía, la inflación, y por qué no reconocerlo, también de los mercados financieros. Fíjense si es importante este comercio para China que los últimos cargamentos de petróleo iraní hacia China registrados oficialmente por la aduana fueron destinados a sus reservas estatales. Se trata pues de compras estratégicas. Beijing sigue mostrándose inamovible en su postura oficial afirmando que “su comercio en energía merece respeto y protección”, y sigue exponiendo su firme oposición a las sanciones unilaterales de los EUA. Todo ello me hace pensar que China va a continuar con esta práctica comercial, convirtiéndose en el principal *driver* efectivo para la calma en los precios, ya que favorece una respetable cantidad de crudo adicional en el mercado. Cabe recordar que, más allá de Irán, China también compra enormes cantidades de crudo a Rusia y otros proveedores. Así que, en contra de la intuición de consenso, hay petróleo circulando por el mundo. Y mucho.

¿Podría Venezuela ser para la India, lo que Irán es hoy para China?

El otro gran actor que contribuye a evitar una peligrosa escalada en el precio de la energía es el de siempre: Los EE.UU (junto con la India. -Sí, han leído bien). Leerán en algunos medios especializados acerca de la reciente diversificación de la India en sus compras de petróleo. Platts informó que “la India está ampliando las fuentes de importaciones de petróleo, incluyendo ahora a Venezuela” (que ya en el pasado fue un proveedor clave para el país). Esta misma semana, el ministro de Petróleo de la India afirmó con contundencia: “siempre es bueno cuando hay más suministros en el mercado”, o “compraremos donde podamos, abiertos a obtener petróleo crudo de cualquier país, incluida Venezuela”. ¿Divina coincidencia? ¡No, por supuesto! A nadie se le escapa la concurrencia de factores. Por un lado, la nueva postura de India con respecto a Venezuela. Por otro lado, el anuncio en octubre del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos de aliviar las sanciones comerciales y financieras a cualquier país que compre petróleo de Venezuela. Un alivio de las sanciones, por cierto, que las autoridades norte americanas ya han anunciado podría extenderse.

¿Hasta qué punto este *driver* es importante para la tan necesaria calma energética? Los funcionarios del gobierno indio han dejado clara la posibilidad de abrir un flujo (considerable) de importación de crudo de Venezuela. De hecho, los refinadores indios ya estaban bien acostumbrados al crudo de Venezuela (en 2019 compraban

El levantamiento de sanciones a Venezuela significa que a las compañías extractivas estadounidenses se les permitirá explorar y promover inversiones en Venezuela, pudiendo aumentar rápidamente su capacidad de exportación...

... y eso podría ser un *game-changer* en la compleja partida energética global

+300.000 bpd de ese país). “Volveremos a estar interesados de forma más seria ahora”, dijo un oficial del gobierno indio esta misma semana. Y aunque la perspectiva de flujos abundantes inmediatos de crudo venezolano a India parece remota - décadas de subinversión en infraestructura limitan la capacidad de PDVSA para aumentar la producción por encima de 850,000 b/d en los próximos 6-12 meses-, las cosas podrían cambiar a medio plazo. ¿Por qué? El levantamiento de sanciones significa no solo que las refinadoras USA puedan comprar a PDVSA, si no que a las compañías extractivas estadounidenses se les permitirá explorar y promover inversiones en Venezuela, pudiendo aumentar rápidamente su capacidad de exportación. Esto podría ser un *game-changer* en la compleja partida energética global. Con tiempo y destreza, Venezuela podría ser para la India, lo que Irán es hoy para China. Con la decisión de levantar sanciones a Venezuela y favorecer la comercialización con India, los EUA consiguen un triple mérito: 1) Acercan a la India a su órbita económica. Ningún país que, como la India, espera un aumento en su consumo de petróleo desde los 4,9 mbpd en 2022 a 5,3 millones de barriles por día en 2024, verá con malos ojos esta propuesta. Una propuesta que puede arrojar buenos réditos a futuro. 2) Con este gesto, Washington ponen en el tablero un nuevo competidor para el crudo ruso. Recuerden que India obtiene volúmenes abundantes de Rusia, con flujos de crudo que alcanzaron 1,8 millones de barriles por día entre enero y septiembre (+11,2% interanual), representando el 38% de las importaciones totales de petróleo de India, dejándola en una situación algo débil. Rusia necesitaba “colocar” toda la energía que ha dejado de vender a Europa, y la India era una de sus mejores opciones. Alguien llegó a la conclusión de que era el momento de poner fin a eso. 3) Con el movimiento de poner a Venezuela de nuevo en órbita, Biden podría conseguir su meta de mantener en calma la oferta global de energía, y con ello evitar que el precio del galón escale a la mortífera cifra de los 6 dólares. Esto es más importante de lo que creen. Al fin y al cabo, el presidente se escoge mientras uno ve pasar el contador en el surtidor de la gasolinera.

Sea como fuere, sospecho que estas podrían ser las verdaderas razones que explicarían por qué la energía no trepa a niveles más lógicos para el entorno actual. Explicaría por qué la intuición del consenso no se cumple. Pero, sobre todo, explicaría por qué los operadores se han hecho de oro; eso sí, a costa de envejecer siete años en 2023.

Cordiales saludos.