

## La Oportunidad en el sector Oil & Gas

**NOTA DEL EDITOR:** El siguiente texto es obtenido de una carta trimestral de Castañar Investment Fund.

\* \* \*

Invertí por primera vez en petróleo en abril de 2020, después de que Jorge Arjona me explicara la tremenda oportunidad que se estaba avecinando. No sé si se acordarán, pero en plena crisis del COVID, el precio de los futuros del barril de petróleo llegó a estar en negativo. Había tanto inventario acumulado debido al confinamiento, que literalmente no había dónde almacenarlo.



Viendo la situación en la que nos encontramos hoy, uno puede entender mejor la ironía de todo esto. Como se pueden imaginar, el mundo veía próximo el fin de los combustibles fósiles, el uso exclusivo de las energías renovables y del vehículo eléctrico. ¿Tenía esto sentido? Veamos los datos.

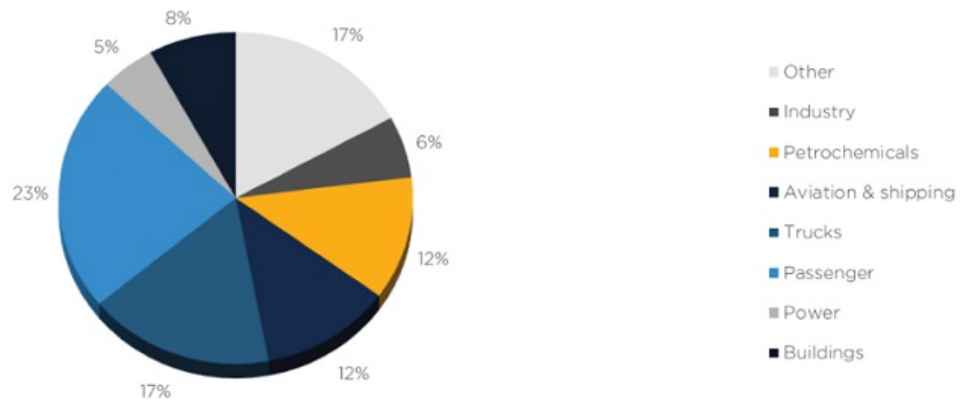
Como sabrán, el precio de un producto viene fijado por la oferta y la demanda. Cuanto menor es la oferta (disponibilidad) de un producto mayor es el precio y cuanto mayor es la demanda, mayor es el precio.

### **Demanda: ¿Vamos a seguir usando y necesitando el petróleo?**

Por mucho que nos gustaría no depender del petróleo, lo cierto es que al menos durante las próximas décadas no nos queda otra alternativa. Entiendo que desde los países desarrollados creamos que nos vamos a deshacer de él de la noche a la mañana. Al fin y al cabo, cada vez

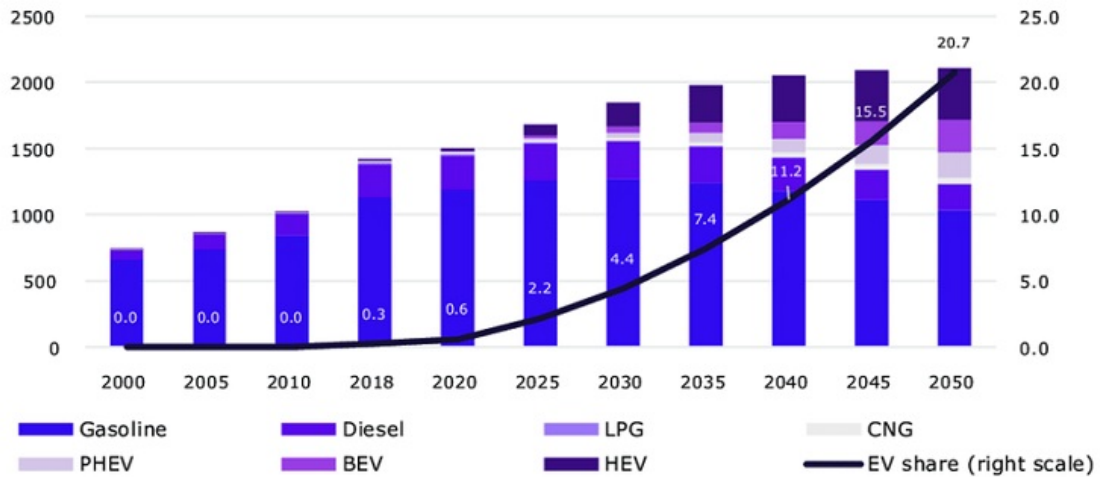
hay más coches eléctricos en las calles, más paneles solares, molinos de viento... Pero, lamentablemente, no hay otra tecnología disponible ahora mismo que sea igual de eficiente y barata. Y no estamos hablando sólo del transporte de pasajeros, sino de la generación de electricidad para el consumo, la industria, transporte de mercancías, fabricación de plásticos y compuestos químicos... De hecho, **el transporte de pasajeros sólo supone alrededor del 23% del uso mundial de petróleo.**

Figure 1: Global oil demand percentages by sector



Source: International Energy Agency, 2018 World Energy Outlook, New Policies scenario. Other includes biofuels.  
Note: 95 million barrels per day in total (2017)

Estamos mirando al mundo desde nuestras gafas de país desarrollado, cuando el comercio y consumo de petróleo es global. Por ejemplo, **el uso mundial de vehículos eléctricos es menor del 2%**. Por supuesto que en EEUU o los países nórdicos su uso es mayor, pero no son representativos del consumo global. India, China, Latinoamérica... aún van a depender de la gasolina, y mucho más teniendo en cuenta la creciente clase media de esos países.



Source: GECF Secretariat based on data from the GECF GGM

Las políticas han avanzado más rápido de lo que la sociedad y tecnología pueden correr. La historia nos ha enseñado que **no podemos abandonar una tecnología en favor de otra, hasta que la nueva esté totalmente desarrollada** y preparada para tomar el relevo. Nos parecería increíble prohibir la circulación de caballos en favor del automóvil en 1895, tan sólo 10 años después de que Benz lanzara su famoso [Benz Patent-Motorwagen](#). O prohibir el uso de lámparas de queroseno en favor de las bombillas eléctricas en 1880. Sin embargo, sí que queremos [prohibir la circulación de vehículos de gasolina](#) tan sólo 20 años después de que Tesla lanzara el [Model S](#). Jeff Currie, economista jefe de materias primas de Goldman Sachs,

arrojaba este increíble dato el otro día en una [entrevista](#): “Los combustibles fósiles representan el 81% del consumo de energía [global]. Hace 10 años, eran el 82%. Es decir, \$3.2 *trillions* de inversión en energías renovables solo han sido capaces de movernos del 82% al 81%”.

Con esto no estoy diciendo que no tengamos que luchar por desarrollar las energías renovables e ir eliminando la huella de los combustibles fósiles. Pero el plan de transición debe ser ordenado y realista. Y no lo está siendo. Los estados que no han considerado el estado de la tecnología antes de aplicar sus políticas están sufriendo ahora las consecuencias. Alemania está utilizando carbón, infinitamente más contaminante que la nuclear o el gas. Francia retrasó su plan de cerrar 12 centrales nucleares en el 2025 hasta el 2035, para luego abandonarlo indefinidamente. California está sufriendo apagones eléctricos. Y EEUU está retrocediendo ante Venezuela, para poder [obtener más petróleo](#).

Amin H. Nasser, el CEO de Aramco, la mayor empresa petrolera de Arabia Saudí y del mundo, lo expresaba claramente y sin tapujos en el siguiente [discurso del 20 de septiembre](#) que todo el mundo debería leer:

**“Meanwhile, the energy transition plan has been undermined by unrealistic scenarios and flawed assumptions because they have been mistakenly perceived as facts. For example, one scenario led many to assume that major oil use sectors would switch to alternatives almost**

**overnight**, and therefore oil demand would never return to pre-Covid levels. In reality, once the global economy started to emerge from lockdowns, oil demand came surging back, and so did gas.

By contrast, **solar and wind still only account for 10% of global power generation, and less than 2% of global primary energy supply. Even electric vehicles comprise less than 2% of the total vehicle population and now face high electricity prices.**

Perhaps most damaging of all was **the idea that contingency planning could be safely ignored**. Because when you shame oil and gas investors, dismantle oil- and coal-fired power plants, fail to diversify energy supplies (especially gas), oppose LNG receiving terminals, and reject nuclear power, **your transition plan had better be right.**

Instead, as this crisis has shown, **the plan was just a chain of sandcastles that waves of reality have washed away. And billions around the world now face the energy access and cost of living consequences that are likely to be severe and prolonged.**

**These are the real causes of this state of energy insecurity:** under-investment in oil and gas; alternatives not ready; and no back-up plan. But you would not know that from the response so far.”

Ésta es la dolorosa realidad que está llevando a la población mundial a la mayor crisis energética en los últimos 50 años. Más que nunca es importante aislarse del ruido, de los titulares populistas, y pararse a reflexionar. ¿Realmente el mundo puede permitirse abandonar el petróleo en la próxima década?

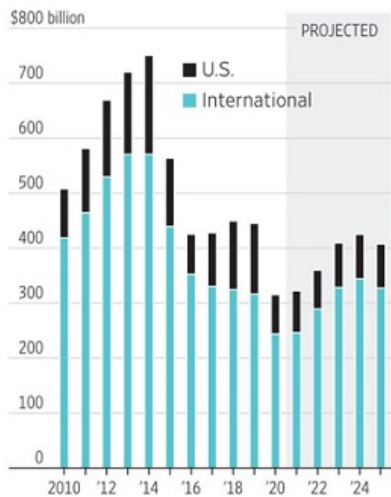
Siendo realistas, y con los datos sobre la mesa, parece que podemos concluir que, a pesar de todo lo que vemos en la televisión y leemos en los periódicos, vamos a seguir usando, a nivel global, combustibles fósiles durante mínimo 30 años más, y de manera creciente.

## **Oferta: ¿Hay petróleo suficiente para satisfacer esta demanda?**

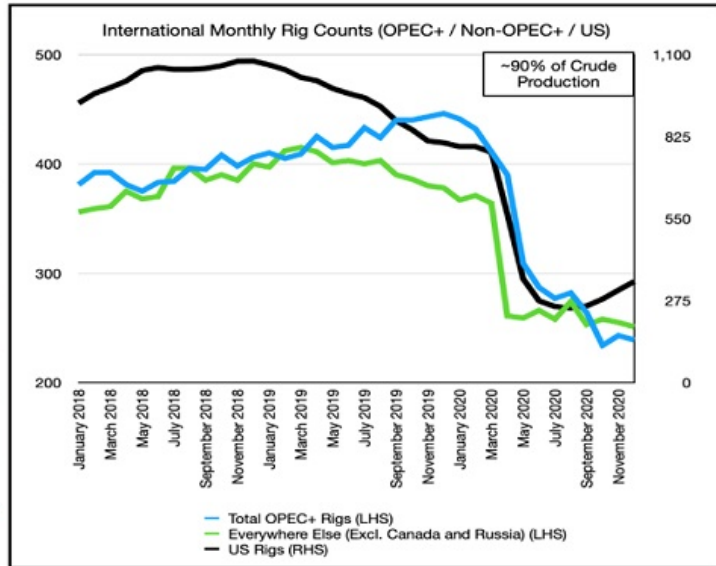
Para dar respuesta a esta pregunta, no hay mejor marco de estudio que la Teoría del Ciclo Económico. Edward Chancellor nos explica en su libro “Capital Returns” que los desajustes que ofrecen mejores oportunidades de inversión se dan cuando vienen del lado de la oferta y no de la demanda.

Desde el 2014, la inversión en nuevos desarrollos de pozos petrolíferos ha disminuido drásticamente. Durante el valle del ciclo, el bajo precio del petróleo, el alto endeudamiento de las compañías petrolíferas y la incertidumbre jurídica y política, hizo que éstas cortaran la inversión en nuevos pozos. Sin embargo, eso fue “pan para hoy y hambre para mañana”. Teniendo en cuenta que los que los proyectos de extracción tardan de 5 a 7 años en entrar en funcionamiento, es ahora cuando estamos empezando a sufrir las consecuencias de no haber invertido años atrás.

Upstream oil and gas development spending



Source: Wood Mackenzie Lens

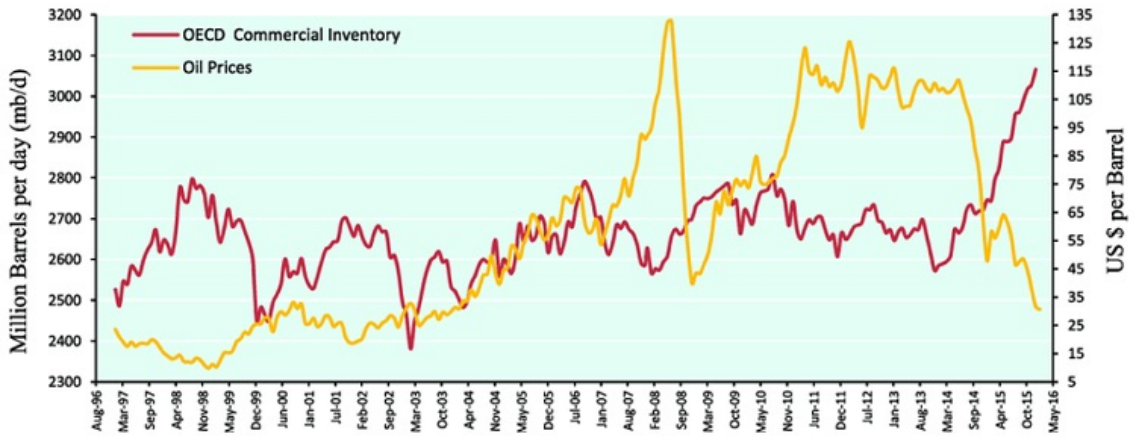


La actual estimación es que **no hay suficientes nuevos pozos que entren en servicio para reemplazar a los que se agotan y satisfacer la demanda global de petróleo.** Ante esto, estamos viendo cómo es ahora, ya tarde, cuando se está intentando acelerar lo más posible la inversión en nuevos pozos. Durante el verano, Biden no conseguía convencer a la [OPEC que incrementara la producción](#), simplemente porque no pueden, no existe capacidad sobrante<sup>1</sup>. También [pedía a la industria petrolera](#) estadounidense que aumentara la suya. La respuesta de la industria [fue contundente](#): tras años sufriendo políticas restrictivas y denegación de permisos, las empresas petroleras estadounidenses no van a invertir en proyectos de largo plazo hasta que se les asegure un futuro jurídico estable<sup>2</sup>.

Por todo lo anterior, cabe concluir que incluso si se empezara a invertir ahora en exploración y nuevos proyectos, durante los próximos años, la producción mundial no será suficiente para satisfacer la demanda global de petróleo.

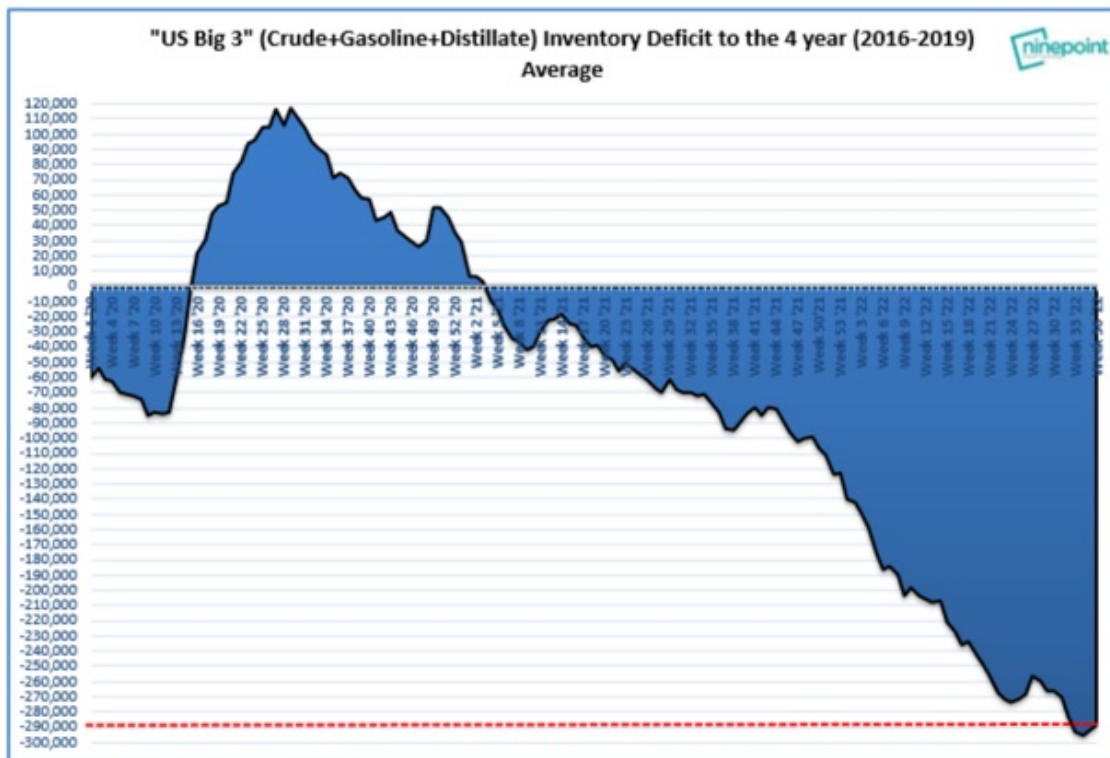
## Inventarios

Hemos visto que, desde el lado de la demanda, la necesidad de petróleo está asegurada para las próximas décadas. Desde el lado de la oferta, observamos que no hay producción suficiente y se producirá menos de lo que se consume. La mejor medida que integra estas dos variables y muestra de una manera ilustrativa este balance son los inventarios globales.



Fuente: EIA

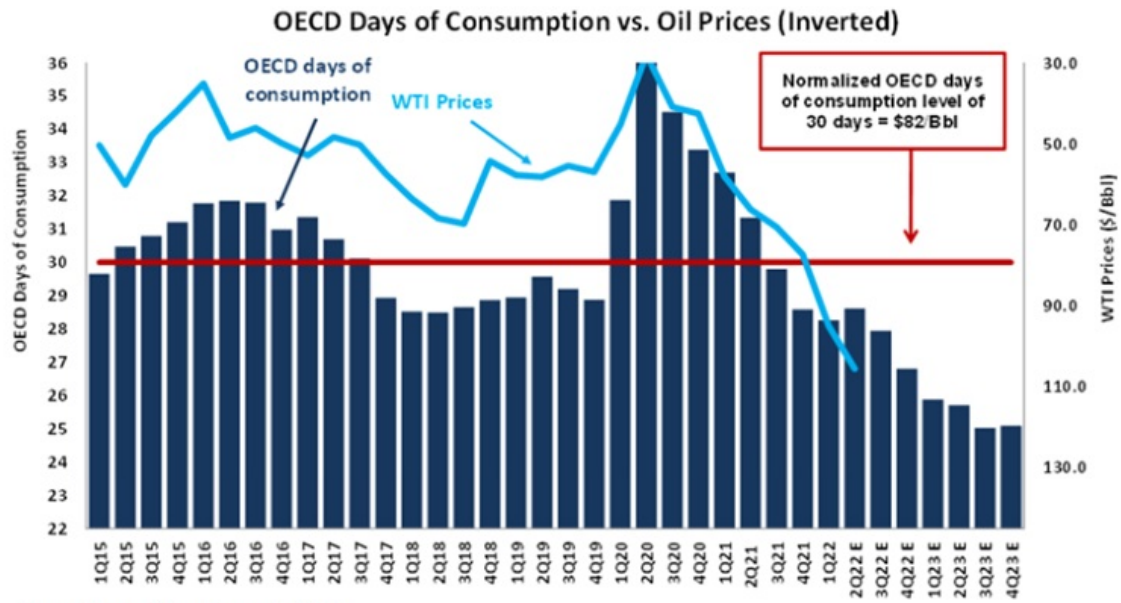
Como se ve en la anterior gráfica, el ciclo del petróleo es bastante sencillo de seguir. Cuando se produce menos de lo que se consume, se reducen los inventarios, y el precio del petróleo sube. Y lo contrario, el precio baja cuando hay sobreproducción, por ejemplo, durante el COVID. ¿Y que han estado haciendo los inventarios estos últimos años?



Source: US Energy Information Administration

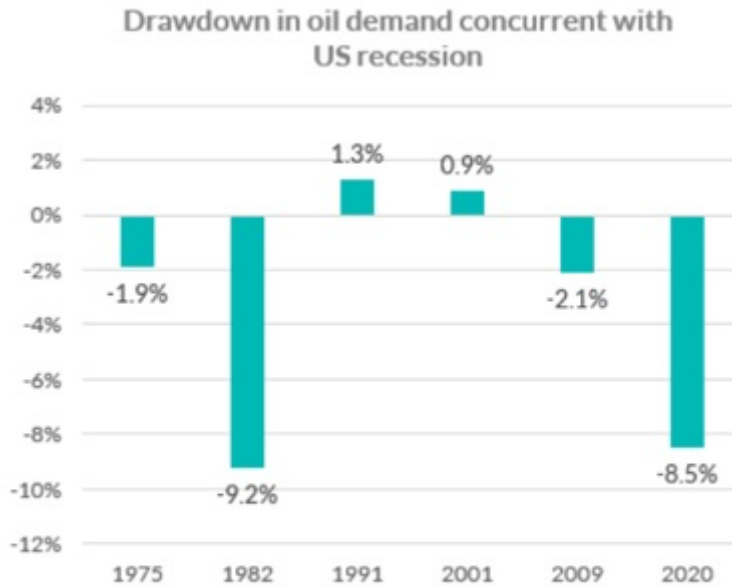
Actualmente los inventarios están a niveles mínimos de una década. Desde que se alcanzó el

máximo durante el COVID, no han parado de caer. Y es que la demanda de petróleo (la reactivación de la economía) es capaz de acelerarse mucho más rápidamente de lo que puede abrirse o cerrarse los pozos de extracción. Y, mientras que la población ya volvió a su vida normal hace más de un año, es imposible incrementar la producción de la noche a la mañana. ¿Qué implica todo esto?



El resultado es que las reservas de petróleo están en mínimos, llegando a ser incapaces de abastecernos durante 30 días. De la anterior gráfica también se puede determinar que el precio del petróleo a la fuerza va a seguir subiendo y, tarde o temprano, tendrá que reflejar ese déficit en la producción y escasez de inventarios.

Uno se podría preguntar que si en caso de recesión, la demanda no debería resentirse. Claro que sí que se resiente. Disminuirá ligeramente, pero eso no significa que sea cero. A modo de ejemplo, durante la Gran Recesión del 2008 la demanda sólo cayó un 2%, y en la crisis del 2000, la demanda no sólo no bajó, sino que subió.



Source: IEA, World Bank, NBER, Bernstein analysis

Por todo lo anteriormente expuesto, parece bastante razonable asumir que el petróleo tiene bastante potencial dada la coyuntura actual, y es un buen sitio donde estar invertido en este momento del ciclo. Por no mencionar los catalizadores a corto plazo que van a suponer la reapertura de China, el recorte de la OPEC+, el fin de la venta del SPR estadounidense, la reposición de dicha reserva (estamos en tiempos de guerra) y el no acuerdo con Irán (y dada la situación allí, no se espera pronto).

<sup>1</sup> "Spare capacity is now about one and a half percent of global demand." Amin H. Nasser, Aramco CEO.

<sup>2</sup> "Longer term, government can promote investment through clear and consistent policy that supports US resource development, such as regular and predictable lease sales, as well as streamlined regulatory approval and support for infrastructure such as pipelines." ExxonMobil.