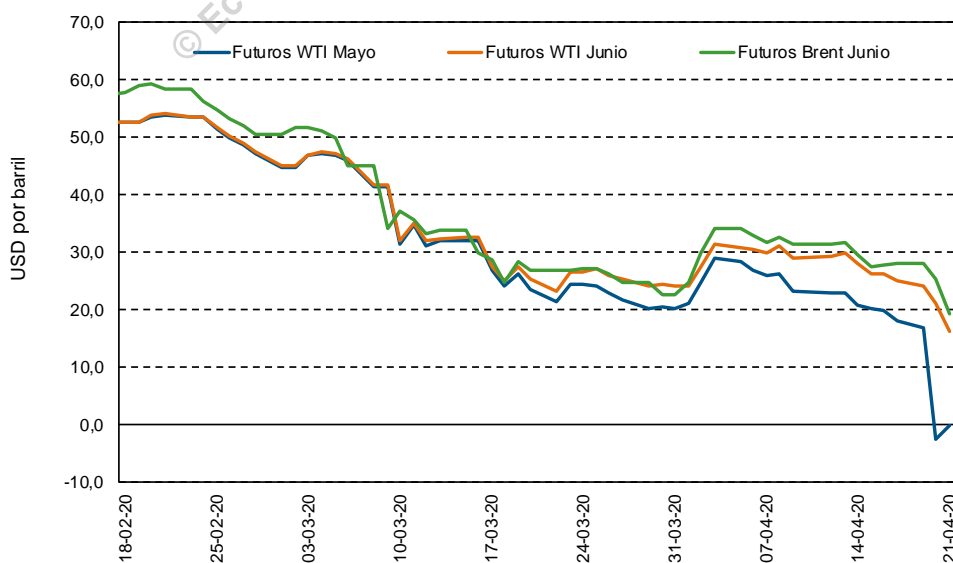


Prohibida su reproducción y/o distribución

## Precios bajo cero: El colapso del WTI, causas y efectos para Venezuela.

Durante gran parte de la semana previa, las cotizaciones del West Texas Intermediate (WTI) se ubicaron por debajo de **0,0 USD /b**, un suceso inédito desde que se tiene registro. A pesar de que otros marcadores del mercado global, como el precio del petróleo extraído del mar del Norte (Brent) y aquellos envíos de WTI a ser entregados entre mayo y junio se mantenían en rangos positivos, los crudos de pronta entrega no tardaron en caer drásticamente en vísperas del vencimiento de sus contratos. Partiendo de la noción de “no-negatividad” que los economistas aprendemos desde el inicio de nuestra vida académica, un precio negativo sugiere un pago de parte de quien vende a quien compra. En otras palabras, los compradores de crudo comenzaron a pagar a sus compradores para tratar de desacumular sus inventarios con mayor rapidez, dándole un mayor valor a su consumo futuro de crudo (en detrimento del flujo presente).

Precio de los futuros de crudo



Fuentes: NYMEX, Yahoo Finance y Ecoanalítica.

En primera instancia, el que los contratos de futuros de WTI<sup>1</sup> para los próximos meses se mantuviesen positivos, sugerían que la caída a rangos negativos podría ser transitoria. En efecto, frente a la diferencia de precios según el plazo de entrega y de contar con espacio físico en su inventario, un potencial comprador buscaría oportunidad de arbitrar adquiriendo crudo a costo prácticamente cero, para luego revenderlo a un precio mayor (bajo un nuevo contrato, de mayor vencimiento). No obstante, el colapso se dio precisamente en medio de una capacidad de almacenaje (sobre todo en EE.UU) fuertemente afectada por la pandemia del COVID-19 y sus impactos en el comercio internacional.

Así, de mantenerse tales fricciones en los próximos meses, una caída similar puede observarse en la medida que cada contrato se acerque a su fecha de expiración (en este caso, de entrega y pago del crudo), es decir, un colapso en los precios “menos” transitorio de lo que se piensa. Tal sobre-acumulación de crudo es precisamente el trasfondo de este fenómeno, la cual como veremos brevemente, no parece haber empezado hace poco y, se espera, no cesará pronto.

### ¿Por qué un precio cero?

La historia del precio petrolero bajo cero comienza con dos visiones. Por un lado, el colapso en la demanda por crudo iniciada a principios de 2020, con el inicio de la política de contención del COVID-19 en el país de origen: China. Previo a la pandemia, el consumo chino representaba 14,9% del total, esto era, 15.17 mb/d, la cual se redujo cerca de 26,4% con el auge del nuevo virus.

En particular, la demanda por crudo WTI entraría en una nueva ronda de descensos a inicios de marzo frente al inicio de la cuarentena en EE.UU, en donde el levantamiento del confinamiento en China ha sido más progresivo e insuficiente para compensar la salida de los compradores americanos. Ello ocurría en paralelo con un precio de crudo Brent aún en rango positivos, alentado en parte por las tensiones geopolíticas recientes en Oriente Medio. Sin embargo, este crudo no demoraría en unirse al colapso en el valor de su par norteamericano, cayendo 7,03% al cierre de esta nota, respecto a lo visto el pasado viernes.

<sup>1</sup> Hay que entender que el mercado petrolero internacional se maneja bajo contratos de pago/ entrega futuro (*delivery forward*), usualmente, en los próximos noventa días. En sí mismo, dicho contrato funge como un instrumento financiero más (como un bono o una acción, o en este caso, un derivado), el cual implica una entrega de crudo (al tenedor) al momento de su vencimiento. Por tanto, un inversionista puede comprar o vender estos contratos en lapsos previos a dicho vencimiento, para así influir sobre el valor futuro de los mismo (y por ende, en el valor del petróleo a entregarse en los meses subsiguientes). De no hacerlo, cada tenedor debe pagar y recibir el crudo en la fecha pactada en el contrato.

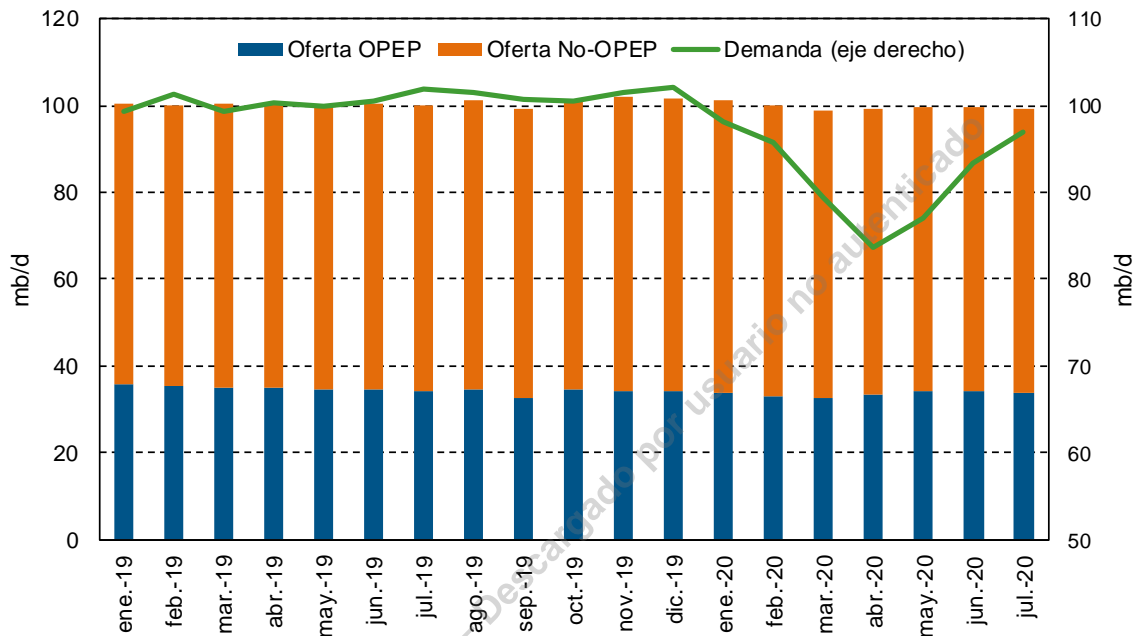
Esta caída de la demanda se producía además en medio de una sobre-oferta existente ya desde gran parte del año pasado, con el impulso de la extracción del *fracking* en EE.UU, contrarrestada en parte por los distintos acuerdos entre OPEP y Rusia los cuales lograrían un recorte de 1,91 mb/d al cierre de 2019. No obstante, para marzo, con el fracaso en las negociaciones del nuevo grupo (usualmente conocido como OPEP+) para forzar nuevos recortes y enfrentar las rebajas de precio producto de la pandemia, se iniciaba la llamada “guerra de precios”, en donde Arabia Saudita buscaba elevar su producción de crudo por encima de los 10,0 mb/d, ofrecidos con un descuento de hasta un 20% en sus precios. Debido a ello, tanto el WTI como el crudo Brent perderían al final de marzo entre el 40,4% y el 44,1% de su valor respecto al cierre 2019.

La conjunción de ambos fenómenos provocó el colapso en la capacidad de almacenamiento del crudo por parte de quienes lo adquieren y, por ende, en su valor. Los ejemplos para entender este fenómeno desde el sentido común abundan. Imagine que, como consecuencia de la pandemia y por miedo a quedarse si bienes esenciales, usted comienza a acumular comida en su nevera. En la medida que usted compre (produzca) más comida, el espacio de almacenaje se reduce. Bajo este escenario, comprar (producir) cada unidad adicional de alimentos vale menos (aun siendo esencial), al punto de verse incentivado a pagarle a otra persona para deshacerse de la comida, liberar su nevera y poder adquirir más comida (porque, para usted, es esencial seguir comiendo).

Mientras se eleve drásticamente la cantidad de personas con neveras llenas, más cae el valor de la comida almacenada y más está dispuesto cualquier productor a pagar por reducir su stock, sobre todo si los inventarios de comida en el mundo comienzan a acumularse, pues son más las personas que consumen menos (en este caso, debido a la falta de ingresos producto de la cuarentena). Eso fue lo que ocurrió en el ámbito petrolero global: consumidores con neveras al tope, y una producción que no paraba.

De acuerdo con cálculos de la Agencia Internacional de Energía, la demanda global ya acumularía en lo que va de año una contracción de 14,98 mb/d (tomando sus previsiones para mayo), versus una contracción en la oferta total de apenas 1,96 mb/d de materializarse el acuerdo de OPEP+ durante el próximo mes, con recortes planificados de hasta 9,0 mb/d. David contra Goliat, en términos de fundamentos.

### Oferta y demanda de petróleo global (observada y estimada)



Fuentes: EIA y Ecoanalítica.

Ahora, si hablamos de una sobreacumulación desde inicios de 2020, ¿por qué el declive de los precios por debajo de cero no se observó antes? Por la acumulación en los contratos de envíos pactándose desde cierre del año pasado hasta ahora. En tal sentido, para la semana pasada, eran muchos los consumidores de petróleo con su nevera repleta, y que poseían contratos que garantizaban recibir aún más comida en los próximos días, de no deshacerse de ellos (y pagando por ello). En ese sentido, con este nuevo marco global marcada por una velocidad de acumulación de inventarios petroleros muy alta, las fechas límites de los contratos parecen imponer un recorte adicional en sus precios, mientras la demanda de crudo global (y todo lo que ello implica en materia comercial: sector transporte, turismo, producción, exportación/importación, entre otros) no se reactive.

## Un efecto más que transversal.

*Pónganme el precio del petróleo a cero, y Venezuela no entra en crisis*  
Hugo Chávez.  
Enero, 2009.

El colapso de los mercados de crudo internacionales tras el auge del COVID-19 trajo consigo la caída en el valor de la cesta petrolera venezolana, ya sometida a descuentos de hasta 40% desde el año pasado, dada las presiones impuestas por las sanciones por parte de EE.UU y la mayor producción de crudo Merey. En tal sentido, nuevas y mayores reducciones en el valor del crudo venezolano son más que esperadas. Sean transitorios o permanentes, vale la pena examinar hasta qué punto la caída de la cesta petrolera local no solo tendría incidencias obvias en la gestión fiscal, sino también en el ámbito privado.

Por un lado, como hemos detallado en nuestra serie de informes dedicados a la pandemia del COVID-19<sup>2</sup>, un menor precio para nuestro crudo implica una fuerte contracción en el flujo de ingresos a percibir por el Gobierno. Así, al no disponer de mecanismos que le permitan contrarrestar tal reducción (apoyo multilateral, acceso a endeudamiento externo, ajustes tributarios exitosos), las acciones fiscales se centrarían en 1) mayor reducción de sus gastos (concentrados actualmente en alimentos/ medicinas y gasolina, 2) inyección de recursos directa en bolívares<sup>3</sup>.

Las cuentas fiscales encuentran otra limitación con tales reducciones: la deuda con China. Al ser pagaderas con producción, menos precios suponen más barriles para el pago de deuda y menos para la generación de divisas. Un simple cálculo resulta ilustrativo: un precio de 51,9 USD/b (promedio de la cesta petrolera local al último trimestre de 2019) implicaba entregar para 2020 cerca de 171 kb/d, en promedio, a estos socios<sup>4</sup>. Ahora, considerando nuestras proyecciones trimestrales para 2020 (con un

<sup>2</sup> Informe Semanal N°9: *Nadie es inmune al miedo: Efectos económicos del coronavirus*; Informe Semanal N°10: *La burbuja en cuarentena: ¿Cómo impactará el COVID-19 a nuestra economía?*; Informe Semanal N°11: *COVID-19 recargado: Números en tiempos de contención*; Informe Semanal N°12: *Problemas respiratorios en la Balanza de Pagos*; Informe Semanal N°13: *Mecanismo de precios en tiempos de emergencia*; y finalmente, Informe Semanal N°14: *Riding the tsunami: Estrategias empresariales frente a la pandemia de COVID-19*.

<sup>3</sup> Existen otras alternativas con menor alcance, como el reciente ajuste en el salario mínimo y la reactivación de los controles de precios, que atentarían con el mayor rol actual del sector privado. En tal sentido, este tipo de acciones servirían de alicientes temporales al Ejecutivo (por ejemplo, mayor dotación de bienes de parte de empresas intervenidas, cuyos productos se comercialicen mediante el sistema CLAP), con costos importantes en materia de inflación y, por tanto, poco probables de ser aplicadas de manera más permanente o sostenida.

<sup>4</sup> Equivalente a USD 3.198,1 MM, según el plan de pago renegociado desde 2018.

pronóstico promedio de apenas 16,2 USD/b), tales entregas ascenderían hasta 663 kb/d. El default a uno de nuestros más importantes acreedores (al menos hasta 2019) parece más que probable.

El repunte reciente del tipo de cambio (oficial y no oficial) tras las malas nuevas parece validar eso. En efecto, a pesar de la mermada inyección de recursos en divisas por parte del sector público, el ámbito privado percibe la caída de la cesta petrolera como mayores dificultades para mantener el gasto público actual. Así, a la espera de un mayor financiamiento monetario, hogares y empresas buscan anticiparse a las futuras crecidas de precios producto de ese mayor financiamiento, adquiriendo más divisas en el presente, impulsando así una mayor demanda de dólares y, por ende, un mayor tipo de cambio<sup>5</sup>.

Precisamente, tales alteraciones constituyen los actuales mecanismos mediante los cuales la caída en el crudo afecta a la actividad privada local. En la medida que la inflación impida a las empresas no realizar la suficiente cobertura (sobre todo, con sus actividades paralizadas por la pandemia) e incida sobre el encarecimiento de los bienes en dólares, las empresas verán limitadas sus opciones a la hora de mantener el negocio. Los mayores precios también inciden sobre el bienestar de los hogares, cuyos patrones de consumo (ya afectados por la cuarentena oficial) se verán aún más alterados por la mayor volatilidad en las tarifas, afectando además las ventas del sector comercial.

El alza de precios de bienes no petroleros producto de la caída del precio de petróleo era incluso observable en períodos con menos restricciones al acceso a divisas en el mercado local. En un trabajo realizado en 2011 en el BCV<sup>6</sup>, se estableció que incrementos inesperados en el precio de crudo local (en conjunto con el aumento de importaciones) provocaban aumentos en la producción no petrolera local en simultáneo con una reducción en el alza de precios, es decir, una mayor oferta de bienes y servicios. Aun cuando los mecanismos implícitos en tal relación no parecen operar actualmente<sup>7</sup>, si nos hablan de cómo la limitación en el flujo de divisas (no importan su origen) alteran en gran cuantía la generación de bienes y servicios del sector privado venezolano e inciden sobre las ya existentes presiones inflacionarias locales.

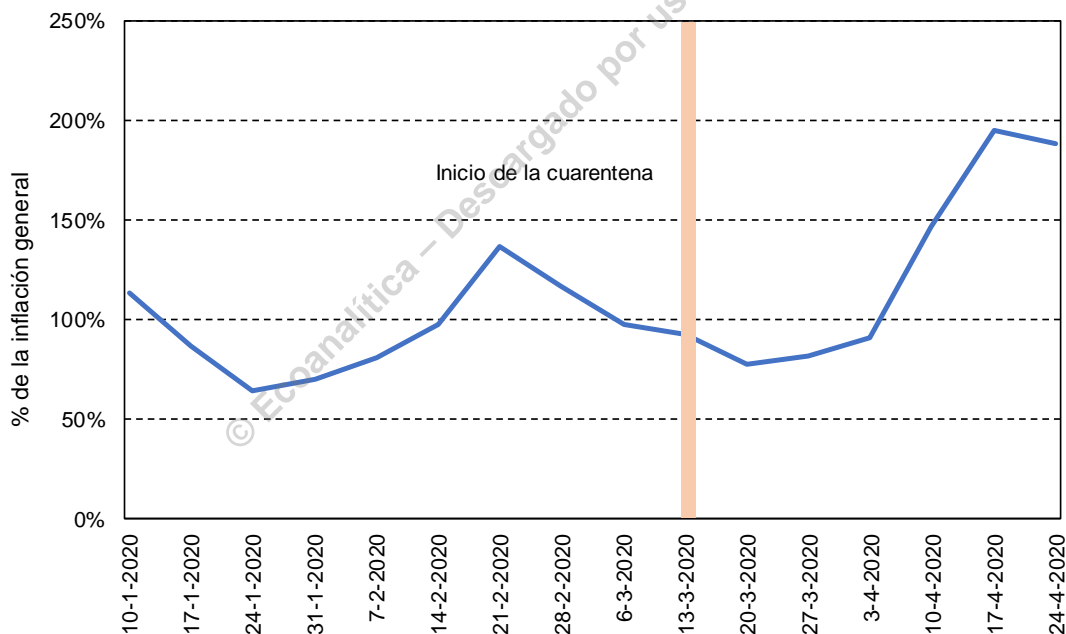
<sup>5</sup> Las mayores presiones sobre precios se verían más alentadas en las próximas semanas, debido a las recientes acciones oficiales en materia de controles de precios y de ajustes al salario mínimo.

<sup>6</sup> Bárcenas, L; Chirinos, A y Pagliacci, C (2011). *Transmisión de choques macroeconómicos en Venezuela: Un enfoque estructural del modelo factorial*. BCV; Documento de trabajo 120.

<sup>7</sup> En el trabajo, la premisa era que el choque en el valor de la cesta petrolera local y el alza de importaciones reflejaban una mayor asignación de divisas a las empresas, en el contexto del control cambiario aún imperante para la fecha

Por otro lado, con los recortes que pudiese aplicar el Ejecutivo en la adquisición de gasolina producto de los bajos precios petroleros, se impondrían aún mayores limitaciones a la actividad privada, en especial al área comercial y de servicios, en la medida que el flete de mercancías o el traslado del personal sin acceso al teletrabajo se vea afectado. Ello no solo supondría una mayor inflación asociada con la escasez de bienes de consumo final, sino también por cómo la escasez de gasolina se sufrague con compras en el mercado “informal”. Con un precio del combustible por encima de USD 1,5 por litro en mercados negros, el servicio de transportes no tardará en encarecerse aún más, añadiendo nuevas primas sobre los precios en bienes finales. Ya desde el inicio de la cuarentena oficial en Venezuela, este rubro viene presentando ajustes más agresivos.

### Inflación mensual sector transporte



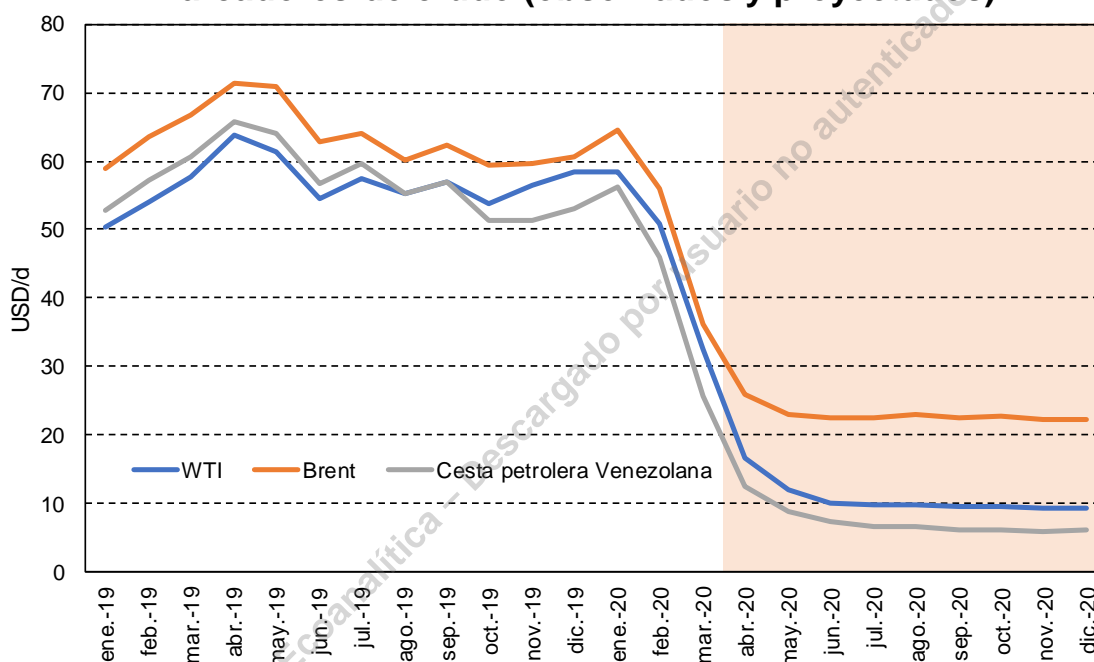
Fuentes: Ecoanalítica.

### ¿Todo comienzo tiene un fin?

Ciertamente, es esperable que, en la medida que las restricciones comerciales a nivel internacional se alivien y el consumo de crudo se recupere, los marcadores globales entrarían a una fase de estabilización. No obstante, es probable que tal fase de estabilización se materialice a niveles inferiores a los rangos a los que convergía los precios petroleros incluso ya después de inicia la pandemia. Ello debido a que la

capacidad de los países (incluyendo Venezuela) para importar se haya visto mermada por los costos de la cuarentena, además del menor espacio fiscal y monetario con que cuenten a mediano plazo, producto de las políticas públicas de corte expansivo que ya han comenzado a implementar.

### Marcadores de crudo (observados y proyectados)



Fuentes: EIA y Ecoanalítica.

En tal sentido, más que preguntarse el *cuánto* durará el entorno de precios bajos, lo más útil será preguntarse *qué tanto* bajarán. Una breve proyección de los principales marcadores, considerando su realización histórica y partiendo de un precio a abril cercano a 16,74 USD/b, 26,03 USD/b y 12,50 USD/b (WTI, Brent y Cesta petrolera venezolana), ubican sus valores en un promedio cercano a 19,82 USD/b, 30,26 USD/b y 16,18 USD/b. Tal parece que la huella que dejará el COVID-19 a nivel global (y en especial, en nuestra economía) será difícil de borrar.

**Luis Arturo Bárcenas**

## EQUIPO ECOANALÍTICA

**Asdrúbal Oliveros** / Director

asdrubalo@ecoanalitica.net / @aroliveros

**Pedro Palma** / Director

pedrop@ecoanalitica.net / @palmapedroa

**Cristina Rodríguez** / Director

crisinar@ecoanalitica.net

**Luis Arturo Bárcenas** / Economista Senior

luisb@ecoanalitica.net / @barcenasluis

**Guillermo Arcay Finlay** / Economista

guillermoarcayf@ecoanalitica.net / @guillermoarcayf

**Giorgio Cunto Morales** / Economista

giorgioc@ecoanalitica.net / @giorgiocunto

**Corina Fung** / Economista

corinaf@ecoanalitica.net / @corinafung7

**Jhoan F. Castellano** / Economista

jhoanc@ecoanalitica.net / @castellanojhoan

## ASISTENTE DE INVESTIGACIÓN:

Diego Santana

Carmen Pelay

## CONTÁCTENOS

Venezuela: (+58-212) 266 9080/ Fax: (+58-212) 266 5119

Estados Unidos: (+1 212)-994 1850

atencionalcliente@ecoanalitica.net

[www.ecoanalitica.com](http://www.ecoanalitica.com)

@ecoanalitica