



ANALISTAS | 22/02/2021

Nuevo Super-Ciclo de Commodities Energéticos

Sergio Clavijo

MÁS COLUMNAS DE ESTE AUTOR

f t in GUARDAR

LR MÁS

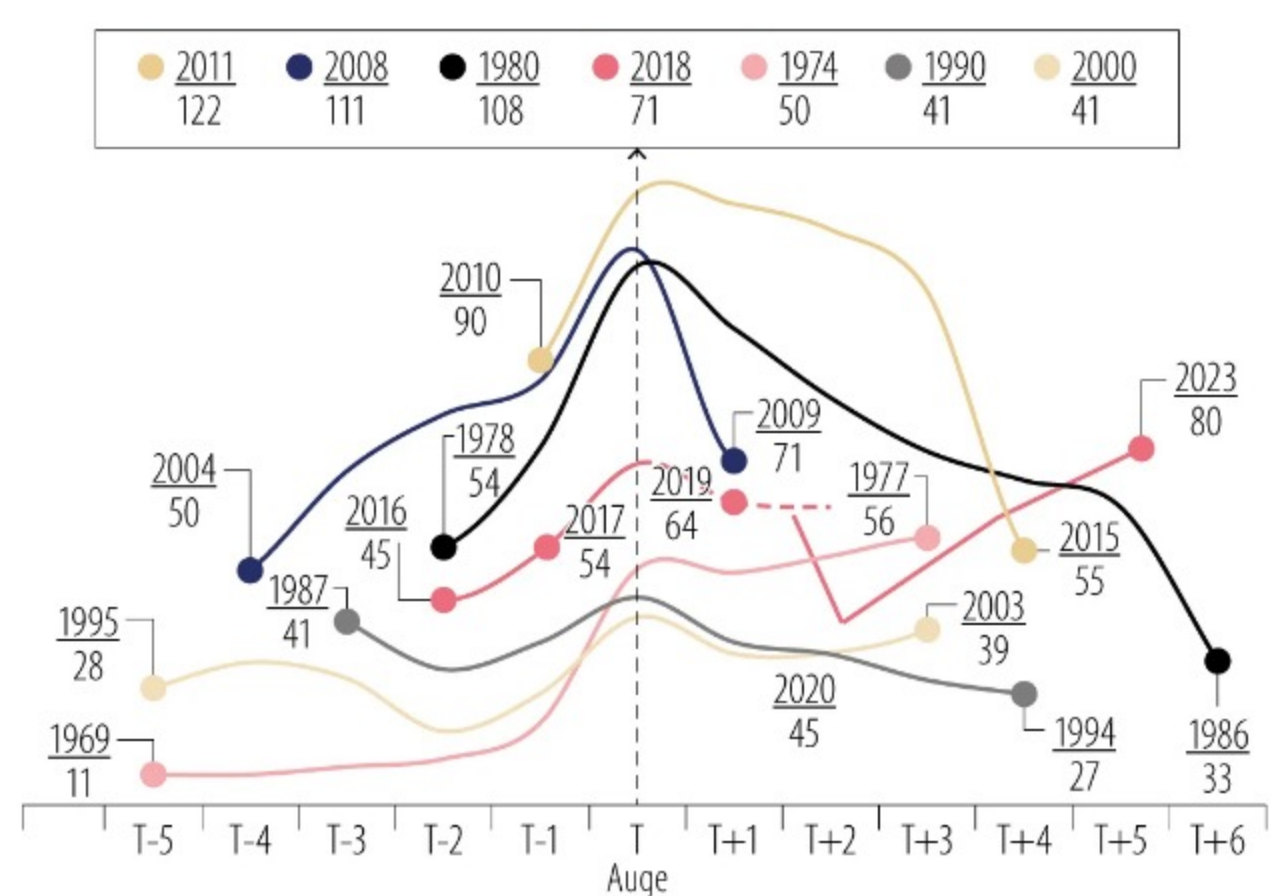
Agregue a sus temas de interés

- Ecopetrol
- Petróleo
- Fracking
- Commodities

Administre sus temas

Los datos dan soporte a la existencia de al menos cuatro super-ciclos de precios de **petróleo** y gas durante el último siglo (JPMorgan, 2021, "Commodity Super-cycle"). El ciclo más reciente se inició con la tendencia alcista del precio del **petróleo** partiendo de US\$25 / barril en 1996 y llegando al clímax de US\$140 en 2008. Pero la crisis hipotecaria de Estados Unidos, Gran Bretaña y España hizo colapsar la demanda por energéticos a nivel global, de tal manera que el precio bajaría hacia US\$40 en 2009 y solo regresaría a US\$80-100 durante 2012-2015.

CICLOS PETROLEROS 1969-2020 (Referente Brent, US\$ de 2018/barril)



Pero, en 2015-2020, se presentaría una saturación en oferta debido al gran impacto del **fracking**, el cual elevó en casi 5 millones la oferta de los Estados Unidos. Esto coincidió con menor demanda global de energéticos por cuenta de la desaceleración de China y los efectos de la "guerra comercial" planteada por Trump.

El puntillazo final a este super-ciclo se daría en el primer semestre del 2020 debido a la pandemia-covid, llevando el precio del **petróleo** a la franja US\$20-40. Esto sacaría de producción buena parte de la oferta **fracking** y aquellos pozos marginalmente no-rentables (especialmente en Gran Bretaña y Canadá). Este fenómeno se vio agravado por la pugna al interior de países oferentes, donde la Opep+ se focalizaría más en participaciones de mercado que en objetivos de precios-piso, afectándose Rusia y Arabia Saudita.

Ahora presenciamos un nuevo ciclo alcista de precios de **petróleo**, durante 2022-2030. En este ciclo estarán jugando, por el lado de la demanda, la recuperación del transporte aéreo como resultado de la vacunación anti-covid y, por el lado de la menor oferta, será el rebalanceo global hacia fuentes energéticas renovables.

Todavía luce incierto el impacto que tendrán los autos-híbridos, el tele-trabajo y el cambio en hábitos de viajes de negocios. El habitual crecimiento poblacional del 2% anual ha empezado a converger hacia el 1% y en los países desarrollados ya se está por debajo de la "simple tasa de reemplazo" al tenerse tasas de fecundidad inferiores al 2,1 por mujer. Pero, paradójicamente, también será importante entrar a cuantificar el impacto sobre la demanda por energía proveniente del mayor número de hogares. Si bien estos tienen menor densidad poblacional, ellos estarán incrementando la demanda-energética per-cápita. Bill Gates ha concluido que difícilmente estaremos logrando cambios en la oferta energética antes del 2050.

En el gráfico adjunto se observan fases de estos ciclos de precios del **petróleo**. Recordemos cómo durante 1969-1974 se tuvo un gran incremento de precios, pasando de US\$11 a US\$50 (dólares-reales de 2018) en solo 5 años, como resultado de la crisis en Medio-Oriente. Estos continuarían ascendiendo hacia US\$57 en 1977-1978 y llegarían a US\$108 en 1979-1980, al generarse la segunda crisis del Medio-Oriente con la crisis en la embajada de los Estados Unidos en Irán.

La segunda fase de este ciclo de precios de **petróleo** ocurrió durante 2004-2008 al elevarse de US\$50 a US\$111, pero esta recuperación fue de corta duración debido al estallido de la crisis hipotecaria (antes comentada). Ella se vio agravada por la sorpresiva aparición de la pandemia-covid en 2020. Actualmente se está pronosticando que el precio del **petróleo** se estaría recuperando de los US\$45 que promediaron en el 2020 hacia los US\$55-60 en 2021 y llegarían a US\$80 en el 2023.

Cabe anotar que, al superarse el precio de equilibrio de US\$70/barril Brent, ahora se espera que opere una "estabilizador automático" durante 2022-2023. En efecto, por el lado de la demanda estarían jugando los elementos de sustitución energética que reducirían estructuralmente la demanda por no-renovables, mientras que en el lado de la oferta la flexibilidad del **fracking** en la producción de los Estados Unidos recomendaría rápidamente la reacción de la Opep+.

Todo este panorama de cambio estructural energético complica la viabilidad de **Ecopetrol** y, en general, de todas las petroleras Estatales. Ellas venían bastante golpeadas durante el ciclo 2015-2019: Petrobras (Brasil) tuvo que abandonar sus ilusorias pretensiones del pre-salt marítimo dados sus elevados costos de extracción; Pemex (México) enfrentaba costosas operaciones en sus refinerías y AMLO ha insistido en la errada estrategia de continuarlas expandiendo.

En el caso de **Ecopetrol** se han cometido errores similares con la inversión de Refinar, costando cerca de US\$8.500 millones. Este es un negocio que difícilmente llegaría a tener una TIR superior al 6% anual, cuando es bien sabido que los proyectos exitosos no bajan del 12% en dicha rentabilidad. Todo esto se ha reflejado en las cotizaciones de **Ecopetrol**. El valor de su acción casi que se triplicó al pasar de los \$2.000 a los \$5.700 durante 2008-2012, pero durante 2013-2017 esta cotización colapso a la franja \$1.100 - \$1.750. Tras su efímera recuperación hacia los \$4.000 en 2018, ha estado bordeando los \$2.200 en 2021 (inclusive con caída del -4% en lo corrido del 2021). Nótese que esta caída se explica en buena medida por los desatinos en la operación de adquisición de ISA por parte de **Ecopetrol**. ¿Qué dirán los mercados al comprobar que el retorno accionario de **Ecopetrol** había sido tan solo de 1% real anual durante 2007-2018 y que ahora arriesga con volverse negativo?