

Una mirada al mercado del petróleo

Dr. Felipe de Jesús Bello Gómez

Profesor de Tiempo Completo de la Licenciatura en Banca e Inversiones Departamento de Economía Escuela de Negocios y Economía UDLAP.

Introducción

Las acciones comunes de Goodrich Petroleum (GDP, por sus siglas en el New York Stock Exchange), una pequeña compañía petrolera estadounidense independiente, con yacimientos en el Tuscaloosa Marine Shale y el Eagle Ford Shale, ubicados respectivamente al este de Louisiana y el sur de Texas, rebasaban el 2 de junio del año pasado los US\$30 dólares por acción. Apenas ocho meses después, el pasado dos de febrero, valían la décima parte (US\$2.96).

Sin embargo, tan solo tres más tarde, una inversión en dichas acciones arrojaba ganancias de hasta el 60% en apenas poco más de 20 días, al cerrar a US\$4.71 ante la posibilidad de que el precio del petróleo haya tocado fondo el pasado mes de enero, cuando el barril de West Texas Intermediate alcanzó un mínimo para los últimos diez años de US\$47.60 dólares en el mercado spot; nivel similar al piso alcanzado en febrero del 2005 (US\$47.96), cuando emprendió un alza espectacular que en poco menos de dos años y medio lo llevó a alcanzar un máximo sin precedentes de US\$133.93 dólares. Hace apenas unos días, el pasado 29 de abril, las acciones de Goodrich cerraron el día con una ganancia del 7.5%, para ubicarse en US\$3.87, arrojando pérdidas por un 18% durante los últimos dos meses.

¿Será entonces GOODRICH PETROLEUM una buena alternativa de inversión?

Finalmente, si el precio del petróleo y las acciones de GDP recuperaran no digamos ya su máximo histórico, sino el nivel que tenían hace apenas ocho meses, una inversión en GDP, aún habiendo ganado ya el 60%, podría arrojar un rendimiento de hasta casi ocho veces el monto de nuestra inversión. Pero, dada la precaria situación financiera por la que atraviesa GDP, dicha recuperación tendría que darse rápidamente, antes de que la empresa agote sus reservas de liquidez y no tenga forma de hacer frente a los compromisos financieros que enfrenta, particularmente en el transcurso de los próximos tres años, cuando tiene vencimientos de deuda por un monto de US\$375 millones, lo que equivale a más de 10 veces su último capital contable reportado.

De acuerdo con información pública de la compañía, en un escenario optimista, en el que sus nuevos pozos tengan un costo de 10 millones de dólares y produzcan hasta 800 MBoe

(i.e. millones de barriles de petróleo equivalentes) a lo largo de su vida útil, GDP considera que basta con que el precio del petróleo supere los US\$37 dólares por barril, para que alcance el punto de equilibrio. Sin embargo, en un escenario menos optimista, en el que sus nuevos pozos alcanzaran un costo de 13 millones de dólares y produjeran apenas 600 MBoe en promedio, será necesario que el precio del petróleo West Texas supere los US\$64 dólares, para que resulten rentables[1].

Causas de la caída del precio del petróleo.

De acuerdo con una reciente publicación del Banco Mundial[2], la reciente caída del precio del petróleo obedece fundamentalmente a cinco causas: el notable incremento de la oferta de petróleo proveniente de fuentes no-convencionales, tales como: el petróleo shale en los E.E.U.U., el debilitamiento de la demanda global de hidrocarburos, los cambios en la política de la Organización de Países Productores de Petróleo (OPEP) que la han llevado a abandonar su tradicional papel como estabilizador del mercado petrolero, la disminución de ciertos riesgos geopolíticos, tales como la posibilidad de que se levante el embargo petrolero a Irán, y la reciente apreciación del dólar estadounidense. Aunque resulte difícil determinar el peso específico de cada uno de estos factores, el cambio en la política tradicional de la OPEP y la rapidísima expansión de la producción petrolífera de fuentes no convencionales en los E.E.U.U. parecen ser los factores más importantes, lo que confirman varios estudios empíricos que encuentran en el exceso de oferta, y no en una falta de demanda, la razón de que haya caído de forma tan súbita el precio del petróleo, situación en la que no se espera que haya cambio al menos en el corto y mediano plazo[3].

Cambio en la política de la OPEP.

Recientemente, la OPEP recortó en 300,000 barriles diarios su presupuesto anual de producción, para ubicarlo en 28.9 millones de barriles diarios[4]. No obstante, Ali al-Naimi, el ministro saudí del petróleo, declaró inmediatamente que no veía por qué su país tendría que reducir su nivel de producción, cuando quienes han generado el actual exceso de oferta son productores que enfrentan costos de producción más elevados que los de su país, refiriéndose con ello a los productores estadounidenses de fuentes no-convencionales.

Pero, entonces, ¿qué será necesario que suceda para que veamos una caída en el producción de petróleo que le permita al mercado acabar con el exceso de oferta que actualmente hay en el mercado?. La respuesta puede encontrarse en tres puntos de equilibrio: el fiscal, el contable y el de flujo de efectivo.

El punto de equilibrio fiscal.

El punto de equilibrio fiscal se refiere al precio mínimo que es necesario que alcance el petróleo para que el gobierno de un país productor no incurra en un déficit fiscal. Para aquellos países que sus ingresos fiscales no dependen de la producción de petróleo, una caída del precio del petróleo suele ser una buena noticia. Por el contrario, en aquellos países cuyos presupuestos dependen directa o indirectamente del precio del petróleo, como es el caso de los miembros de la OPEP, un precio demasiado bajo puede llegar a ser una verdadera pesadilla. Como puede observarse en la siguiente tabla, el precio al que actualmente alcanzarían el equilibrio fiscal los distintos miembros de la OPEP está muy por arriba del que actualmente tiene en el mercado. En el mejor de los casos, Qatar requiere hoy en día que el barril de petróleo del mar del norte (Brent) alcance un precio casi 40% más alto (US\$76.8) que el que actualmente tiene (US\$55.2), para no incurrir en un déficit fiscal. En el otro extremo, países como Bahrain, Nigeria o Venezuela (el país con mayor monto de reservas probadas de petróleo en el mundo), se encuentran en una situación sumamente delicada, puesto que sus abultados presupuestos fiscales les llevan a depender de un precio hasta 250% más alto que el actual, para poder sostener el equilibrio fiscal.

Situación similar es la que enfrenta Rusia, el segundo exportador de petróleo en el mundo, donde el presupuesto fiscal se ha multiplicado a tal grado durante la última década, que requiere hoy en día de un precio cinco veces superior al que requería en el año 2006 para equilibrar sus ingresos y gastos. En este sentido, Arabia Saudita, quien no solo es el primer exportador, sino además el productor a menor costo, enfrenta también serios problemas, en virtud de que su presupuesto fiscal actual requiere de que el precio del petróleo se duplique prácticamente, para no tener que empezar a hacer uso de sus copiosas reservas financieras, mismas que si bien actualmente ascienden a cerca de US\$500,000 millones, sólo le permitirían mantener un déficit fiscal durante 3 años aproximadamente[5].

Budget breakeven prices:

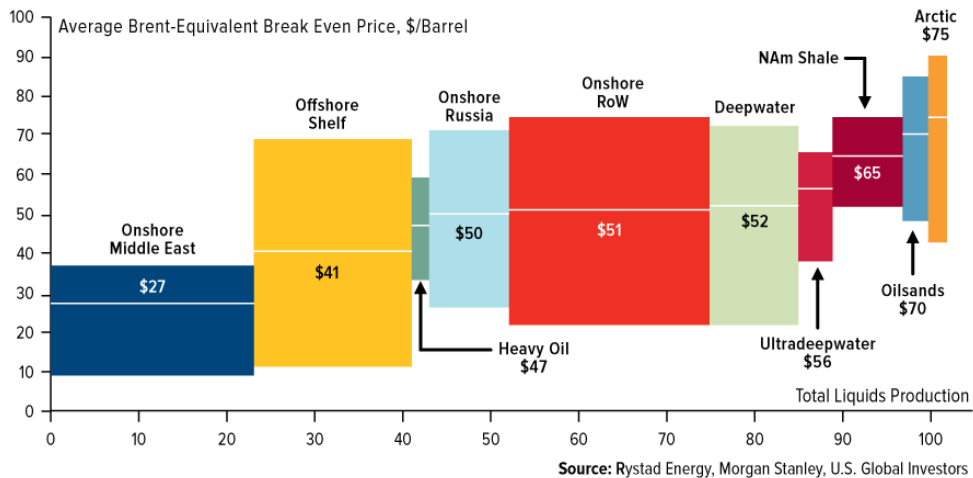
	Fiscal break-even price (Brent, USD bbl)									
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014f	2015f
GCC	32.5	43.1	43.8	70.3	68.4	78.8	73.3	83.6	89.0	94.0
Bahrain	57.9	66.9	80.0	82.9	103.9	118.1	127.1	134.4	136.2	138.1
Kuwait	26.4	32.6	42.1	47.0	45.7	47.4	53.6	68.3	75.5	78.4
Oman	80.7	99.3	96.4	69.9	80.2	112.3	112.5	106.5	100.7	110.0
Qatar	43.4	41.8	49.1	27.2	61.7	80.1	65.5	60.5	71.3	76.8
S. Arabia	38.7	52.7	47.0	72.6	70.6	84.5	80.9	93.1	99.2	104.4
UAE	18.3	24.5	43.7	105.7	86.3	94.6	77.3	82.7	80.2	80.8
Nigeria	56.3	75.1	79.9	125.3	105.3	128.5	112.3	141.7	126.2	122.7
Russia	21.4	28.1	59.7	109.5	116.7	102.8	112.0	113.9	100.1	105.2
Venezuela	81.7	76.9	134.2	140.7	194.4	145.7	151.5	149.9	162.0	117.5
Brent price	65.4	72.7	97.7	61.9	79.6	111.0	111.7	108.9	106.5	103.3

Source: Deutsche Bank estimates

El punto de equilibrio contable.

El punto de equilibrio contable se refiere al precio mínimo que es necesario que sostenga el petróleo para que la perforación de nuevos pozos resulte rentable. Como se puede observar en la siguiente gráfica, dicho punto de equilibrio va desde un promedio

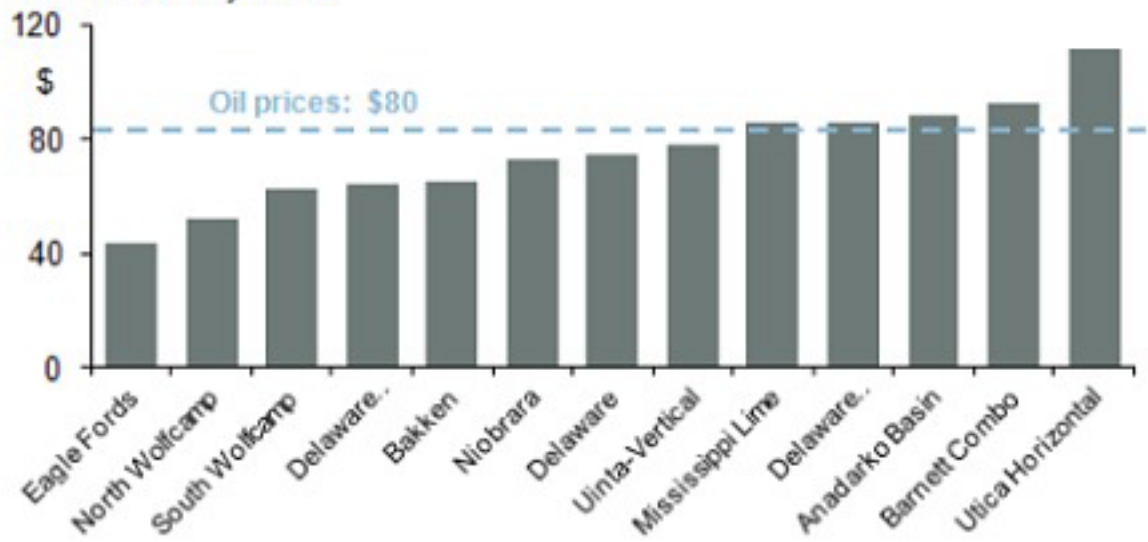
de US\$27 dólares por barril en el Medio Oriente (con un rango que abarca de los menos de US\$10 en Arabia Saudita hasta los US\$38 dólares en los productores menos eficientes de la región) hasta un promedio de US\$70 para los yacimientos de arenas bituminosas del Canadá y de US\$75 en el Ártico. Este punto de equilibrio resulta particularmente importante en los E.E.U.U., donde el incremento de producción se ha dado gracias a la aplicación de técnicas de “fracking” y perforación horizontal en yacimientos cuya vida económicamente útil difícilmente supera los dos años, por lo que la compañías productoras se ven obligadas a mantener programas permanentes de perforación y desarrollo de nuevos pozos, tan solo para sostener, ya no digamos aumentar, su nivel de producción.



En el caso particular de los productores de petróleo “shale” de los E.E.U.U., entre los que se encuentra Goodrich Petroleum, el promedio del punto de equilibrio contable (US\$65) se ubica entre los US\$40 (en los yacimientos del Eagle Ford, en Texas), y los US\$100 dólares (en los yacimientos de Utica Shale, en el estado de Nueva York), como se puede observar en la siguiente gráfica.

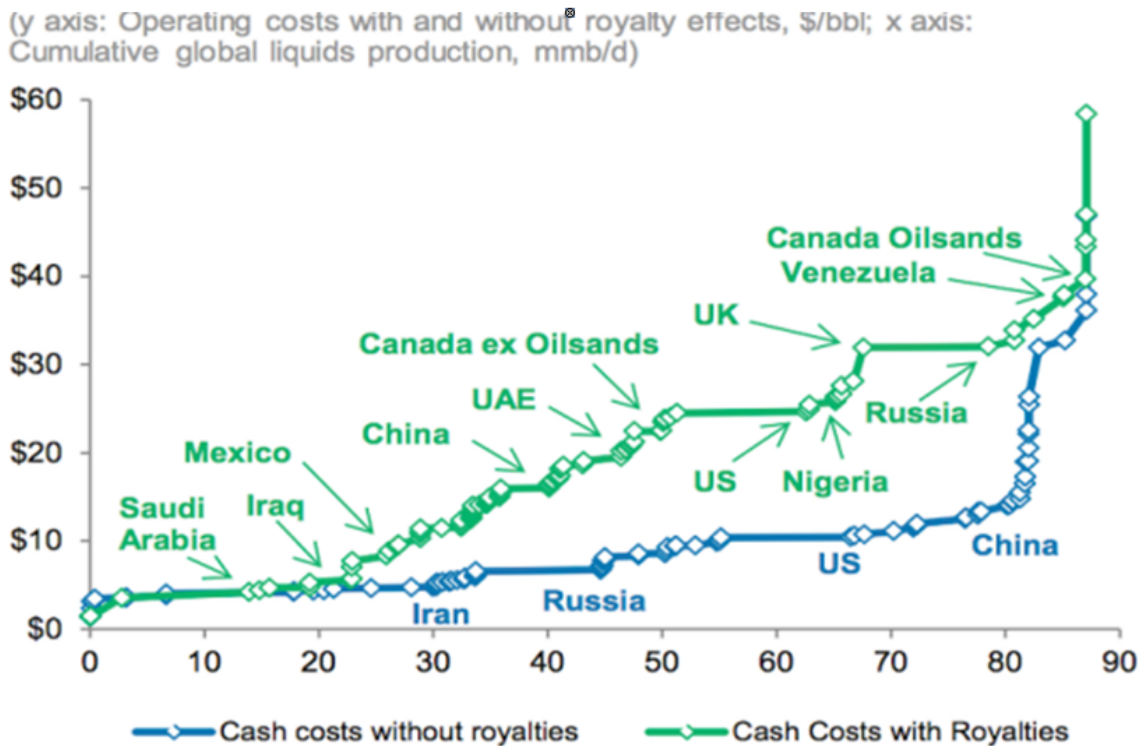
Breakeven price for US shale oil producers

Broken down by basin



El punto de equilibrio operativo.

Aún cuando un pozo pueda no ser rentable de acuerdo con el anterior criterio, cuando no se cubren los costos de exploración y perforación, suele seguirse explotando mientras se puedan recuperar lo que se conoce como sus “costos en efectivo”, mismos que comprenden el monto mínimo necesario para cubrir los gastos de producción, distribución e impuestos, y que pueden ser tan reducidos o elevados como los que aparecen en la siguiente gráfica.



Fuente: Weissmann, J.; “Oil Fell Below \$60 a Barrel Today. So Which Countries Are in Trouble?”; MoneyBox; Diciembre 11, 2014

Salvo en el caso del petróleo venezolano y las arenas bituminosas de Canadá, que tienen puntos de equilibrio de flujo de efectivo cercanos a los US\$40 dólares, la mayor parte de los países tienen puntos de equilibrio que van desde los cerca de US\$5 dólares por barril en Arabia Saudita, hasta los US\$30 en los yacimientos británicos del Mar del Norte y Rusia, pasando por los US\$10 en México y alrededor de US\$20 en los E.E.U.U.

Dado que actualmente el precio del barril de petróleo todavía se ubica confortablemente por arriba del punto de equilibrio de los productores de petróleo “shale” de los E.E.U.U., cabe esperar que no estén ansiosos por cancelar la producción de sus yacimientos, sino hasta que estos se agoten o dejen de ser económicamente rentables, lo que en el peor de los casos se estima que ha de tomarles no menos de dos años, asumiendo que no surja alguna nueva tecnología de explotación que permita ampliar la vida económicamente útil de sus pozos, o reduzca significativamente los costos de exploración y perforación.

Mientras tanto, Arabia Saudita, que cuenta no solo con los costos de perforación y operación más bajos del mundo (US\$10 y US\$5 dólares, respectivamente), sino también con suficientes recursos financieros para hacer frente a los déficits fiscales que pueda enfrentar dentro de los próximos 3-4 años, está en posibilidades de mantener su nivel actual de producción, mientras espera que los productores menos eficientes, como Goodrich Petroleum, dejen de estar en posibilidades de reponer la producción de sus pozos que vayan agotando su vida útil.

Por consiguiente, una estrategia bastante aventurada por parte de Arabia Saudita podría llevarle a mantener o aún hasta a incrementar su producción, para mantener el precio del petróleo en el mediano plazo en la vecindad de los US\$50 dólares, impidiendo con ello que los productores de “shale” reinicien la perforación de nuevos pozos que les permitan reponer y sostener su nivel de producción. Sin embargo, dadas las enormes presiones fiscales que enfrentaría Arabia Saudita bajo este escenario, cabe esperar que no pueda tolerar que el precio del petróleo se mantenga por debajo de los US\$100 por más de 4 o 5 años, plazo que de cualquier forma Goodrich Petroleum no está en posibilidades de afrontar.

[1] Goodrich Petroleum; Common Stock Prospectus; Marzo 2, 2015.

[2] Bates et al., The Great Plunge in Oil Prices: Causes, Consequences, and Policy Responses”, Worldbank Policy Research Notes, Marzo, 2015)

[3] Arezki y Blanchard, “Seven Questions about the Recent Oil Price Slump.”; IMFdirect – The IMF Blog; Diciembre 22, 2014 y Hamilton; “Oil prices as an indicator of global economic conditions.”; Econbrowser Blog; Diciembre 14, 2014)

[4] Bloomberg, “Oil Hit by OPEC Numbers as Saudis Stand Firm on Output”, Diciembre 10, 2014

[5] Deutsche Bank Research, “EM oil producers: breakeven pain thresholds”, Octubre 16, 2014