

Petróleo: When Crude Recovery Isn’t Enough

- Flujos de crudo comienzan a normalizarse, pero la cadena energética permanece tensionada
- Inventarios bajos y mayores costos logísticos elevan la prima de riesgo
- Menor disponibilidad de combustibles desplaza el cuello de botella hacia la refinación

Escasez se desplaza a través de la cadena energética

Aunque los flujos de petróleo crudo interrumpidos por el conflicto en Medio Oriente han comenzado a recuperarse (Gráfico 1), el sistema energético continúa bajo presión. Los inventarios globales permanecen reducidos, el transporte marítimo enfrenta mayores costos y una parte relevante de la capacidad mundial de refinación permanece fuera de operación. La normalización, por lo tanto, es parcial y desigual: el foco de la escasez se ha desplazado desde el suministro de crudo hacia la logística y la refinación.

Esta distinción es fundamental. El petróleo crudo debe ser transportado y refinado antes de transformarse en combustibles como gasolina, diésel, jet fuel u otros productos utilizados por la economía (Figura 1). Por lo tanto, recuperar los volúmenes de crudo exportados no garantiza que los combustibles lleguen en la cantidad, ubicación y momento necesarios. La variable relevante deja de ser cuánto petróleo se produce y pasa a ser dónde están los cuellos de botella de la cadena.

Figura 1: Cadena de valor del petróleo



Ormuz: importancia estratégica

El Estrecho de Ormuz continúa siendo uno de los principales puntos de vulnerabilidad del sistema energético mundial. Cerca de 20% del petróleo global transita por este corredor, conectando a los grandes productores del Golfo Pérsico con los principales mercados importadores. Su importancia no radica únicamente en el volumen transportado, sino también en la limitada capacidad del sistema para desviar esos flujos por rutas alternativas. Arabia Saudita y Emiratos Árabes Unidos cuentan con oleoductos capaces de redirigir parte de sus exportaciones hacia Yanbu, en el Mar Rojo, y Fujairah, en el Golfo de Omán. Sin embargo, esta infraestructura no tiene capacidad suficiente para sustituir todo el comercio que normalmente circula por Ormuz.

Inventarios

Los inventarios mundiales se han reducido significativamente desde el inicio del conflicto, con una caída acumulada cercana a 400 millones de barriles desde marzo, disminuyendo el colchón disponible para absorber nuevos shocks. Esta reducción se observa en EE.UU., donde los inventarios de petróleo se encuentran por debajo de su rango promedio de 5 años (Gráfico 2).

El cuello de botella migra hacia la refinación

A la reducción de inventarios se suma la pérdida temporal de capacidad de procesamiento. El Fed de Dallas estima que entre 6 y 8 millones de barriles diarios de capacidad de refinación —cerca de 10% del total global— se han visto afectados por las disrupciones recientes, incluyendo aproximadamente 1.5 mbd en Rusia y 2 mbd en Medio Oriente. A diferencia de los flujos de crudo, que pueden recuperarse relativamente rápido una vez normalizado el transporte, reparar instalaciones dañadas puede tomar meses. Esto sugiere que la normalización de los productos refinados podría ser más lenta que la del crudo.

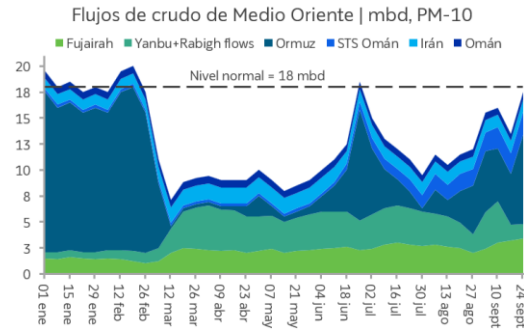
Las refinerías convierten el petróleo en productos como gasolina, diésel y *jet fuel*, pero no toda planta puede procesar las mismas calidades de crudo ni producir inmediatamente la combinación de combustibles requerida por el mercado. El diésel resulta especialmente relevante por su utilización en transporte de carga, industria, agricultura y minería. Si su disponibilidad disminuye, el efecto se transmite rápidamente al costo de producción y transporte de bienes.

La situación en Rusia profundiza la restricción de oferta. En 2025, el país fue el segundo mayor exportador mundial de productos refinados, detrás de Estados Unidos, concentrando ~9% de las exportaciones globales desde 12% en 2021, antes de la invasión a Ucrania. Esta capacidad se ha visto crecientemente afectada por los ataques ucranianos sobre refinerías e infraestructura energética, reduciendo el procesamiento y la disponibilidad exportable de combustibles (Gráfico 3).

Esta restricción de capacidad ayuda a explicar la divergencia entre crudo y productos refinados. Mientras los flujos de petróleo se han recuperado significativamente, la disponibilidad de combustibles continúa rezagada. Los flujos de productos refinados continúan aproximadamente 2.2 millones de barriles diarios por debajo de sus niveles normales, equivalente a una recuperación del 58% (Gráfico 4).

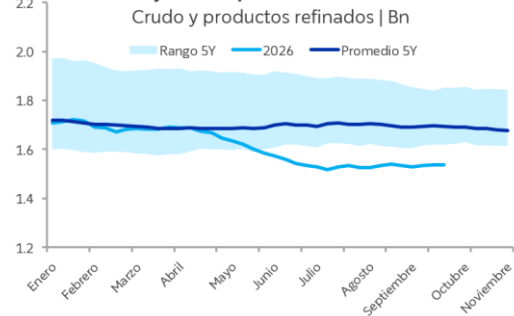
La presión sobre la refinación se refleja directamente en los *crack spreads*, que miden el margen entre el valor de un producto refinado y el costo del petróleo crudo. El índice de Bloomberg *Gasoiil–Brent Crack Spread* mide esta diferencia para el diésel frente al Brent. Durante el conflicto entre Rusia y Ucrania, este diferencial llegó a duplicarse, sin embargo, las disrupciones actuales han sido considerablemente más severas (Gráfico 5). Un *spread* más elevado indica que los productos refinados se han encarecido respecto del crudo, consistente con una menor disponibilidad de combustibles y con mayores márgenes para las refinerías que continúan operativas.

Gráfico 1: Normalización de flujos a niveles pre-guerra



Fuente: JP Morgan, Kpler, datos al 24 de septiembre de 2026

Gráfico 2: Inventarios en EE.UU. por debajo de su promedio de 5 años



Fuente: Dallas Fed / IEA

Gráfico 3: Exportaciones de productos refinados rusos caen significativamente



Fuente: Alpine / IEA

¿Qué podría normalizar el mercado?

Una normalización simultánea de oferta, logística, inventarios y disponibilidad de combustibles constituye el principal catalizador para volver a niveles pre-conflicto. Este escenario reduciría la prima geopolítica incorporada en el petróleo y comprimiría los márgenes de refinación.

Una desescalada permanente del conflicto en Medio Oriente podría acelerar este proceso al reducir costos de seguros y fletes, y mejorar la disponibilidad efectiva de buques. De igual manera, una mayor producción fuera de la región afectada o una recuperación más rápida de la capacidad de refinación aliviarían las restricciones actuales.

La escasez no desaparece: cambia de ubicación

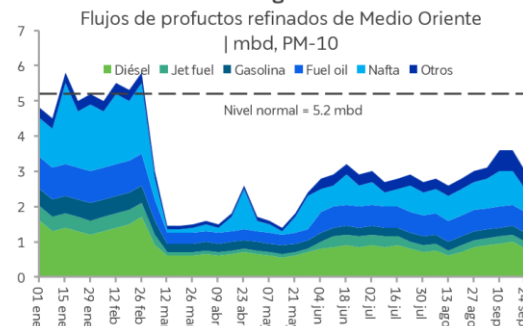
La permanencia del petróleo sobre USD 100 por barril, a pesar de la recuperación de los flujos, demuestra que el precio no responde únicamente a la producción corriente. El mercado también incorpora inventarios disponibles, costos logísticos, riesgo geopolítico y capacidad de refinación. Esta tensión también se refleja en la curva de futuros, con el petróleo operando en *backwardation* (Gráfico 6), donde los precios de corto plazo permanecen por encima de los vencimientos posteriores. Esta estructura es consistente con un mercado que continúa asignando una mayor valoración a la disponibilidad inmediata del barril.

La tesis energética actual no depende de un cierre total del Estrecho de Ormuz, sino de la fragilidad que persiste a lo largo de la cadena de valor. La recuperación de los flujos ha confirmado que el sistema puede adaptarse, pero también que restablecer el suministro de crudo no basta para normalizar la disponibilidad de energía. Con inventarios reducidos, mayores costos logísticos y una recuperación más lenta de los productos refinados, el mercado mantiene una capacidad limitada para absorber nuevas disrupciones.

La escasez puede, por lo tanto, migrar a través del sistema. Si falta crudo, aumenta el valor del barril disponible. Si la restricción se encuentra en el transporte, sube el costo entregado. Si el problema está en la refinación, los productos terminados pueden apreciarse más que el crudo y ampliar los márgenes de conversión.

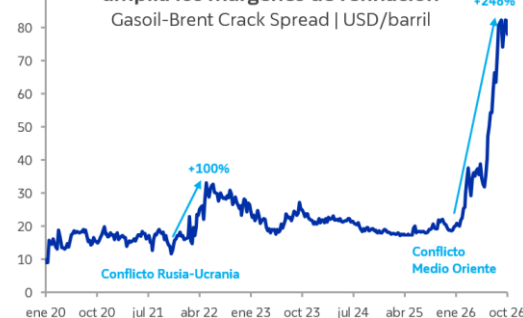
Mientras los inventarios permanezcan reducidos, la logística siga condicionada por riesgos geopolíticos y los combustibles se recuperen más lentamente que el crudo, el sistema energético operará con escaso margen de respuesta. La temática, por lo tanto, no se limita a la trayectoria del precio del petróleo, sino que refleja el valor estratégico de una cadena cuya flexibilidad continúa a prueba.

Gráfico 4: Productos refinados quedan rezagados



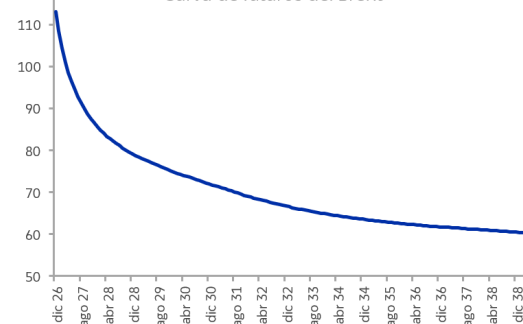
Fuente: JP Morgan, Kpler, datos al 24 de septiembre de 2026

Gráfico 5: Escasez de combustibles amplía los márgenes de refinación



Fuente: Bloomberg, datos al 27 de octubre de 2026

Gráfico 6: Petróleo en backwardation



Fuente: Bloomberg, datos al 22 de octubre de 2026

Las opiniones contenidas en el presente informe no deben considerarse como una oferta o una solicitud de compra o de venta, de suscripción o rescate, de aporte o retiro de ningún tipo de valores, sino que se publican con un propósito meramente informativo para nuestros clientes. Las proyecciones y estimaciones que se presentan han sido elaboradas por nuestro equipo de trabajo, apoyado en las mejores herramientas disponibles, no obstante, esto no garantiza que ellas se cumplan. La información contenida en este informe no corresponde a objetivos de inversión específicos, situación financiera o necesidades particulares de ningún receptor del mismo. Antes de realizar cualquier transacción de valores, los inversionistas deberán informarse sobre las condiciones de la operación, así como de los derechos, riesgos y responsabilidades implícitos en ella, por lo cual las sociedades de Vinci Compass y/o personas relacionadas ("Vinci Compass"), no asumen responsabilidad alguna, ya sea directa o indirecta, derivada del uso de las opiniones contenidas en este informe. Cualquier opinión expresada en este material, está sujeta a cambios sin previo aviso de Vinci Compass, quienes no asumen la obligación de actualizar la información contenida en él. Vinci Compass, sus personas relacionadas, ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquéllas expresadas en el presente informe.