

Energía: revisión del escenario en tiempos revueltos

Desde el pasado mes de julio, los precios de las materias primas han mostrado un notable descenso,¹ motivado por el ajuste a la baja de las expectativas de crecimiento global. Mención especial para el crudo tipo Brent, con el precio del barril sometido a un notable repunte de la volatilidad. La combinación del temor a una menor demanda mundial de energía en un contexto de incertidumbre sobre el grado de la flexibilización monetaria en EE. UU. desencadenó una oleada de ventas, que llevaron el precio del barril desde los 87 a los 69 dólares, mínimo en tres años.

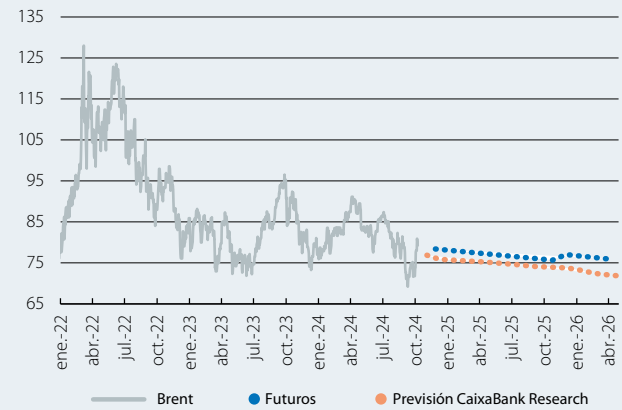
Ante este deterioro en las expectativas de crecimiento de la demanda de crudo, con dudas sobre la capacidad de ajuste de la oferta al nuevo escenario, hemos considerado oportuno revisar nuestro escenario central de los precios de la energía, aun siendo conscientes de la dificultad de incorporar el incierto escenario geopolítico a las previsiones.

La oferta de crudo crecerá más rápido que su demanda

Las expectativas puestas sobre el impulso de China en la demanda de crudo se desvanecieron tras la confirmación de la ralentización del crecimiento de su economía en el 2T 2024 (el PIB avanzó un 4,7% interanual en el 2T, desde el 5,1% del 1T). Este dato puso el acento sobre el sustancial deterioro del consumo de crudo que se está produciendo en el país, que, hasta agosto de 2024, acumula una caída del 9% respecto al nivel máximo alcanzado en septiembre del año pasado. Bajo la consideración de que China es el segundo mayor consumidor de crudo del mundo (con 16,7 millones de barriles al día [b/d] en 2023), tan solo por detrás de EE. UU., y el primer importador neto, esta caída alimentó las dudas sobre el ritmo de crecimiento de la demanda global de petróleo a corto plazo. Según este dato,² y las limitadas esperanzas de que la eurozona o EE. UU. incrementen el ritmo de su actividad industrial en los próximos meses, los principales organismos internacionales de la energía³ han revisado a la baja el crecimiento estimado para la demanda de crudo para este año y el próximo. De media, prevén que esta crecerá en 2024 en torno a los 103,4 millones de b/d, cerca de 200.000 b/d menos de lo previsto en febrero.

Las recientes medidas de política económica expansiva adoptadas por las autoridades chinas a finales de sep-

Precio del petróleo Brent (Dólar/barril)



Nota: Datos a 8 de octubre.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

tiembre,⁴ así como el potencial viento de cola que suponen los recortes de las tasas de interés en las economías avanzadas, consideramos que podrían tener un impacto positivo sobre la demanda de petróleo, pero no el suficiente como para dinamizar su ritmo de crecimiento a corto plazo.

En la otra cara de la moneda, la oferta de petróleo a nivel mundial se presenta sólida. La producción de la OPEP y sus aliados (actualmente en 31,9 millones de b/d), limitada desde hace casi dos años por acuerdos internos y recortes voluntarios con el fin de mantener el precio del barril sobre los 80 dólares, apunta a que se irá acrecentando de manera gradual a lo largo de 2025.⁵ La oferta total podría verse incrementada ante la posibilidad de que Arabia Saudí se decante por intentar mantener su cuota de mercado actual en vez de perseguir un nivel de precios elevados. Adicionalmente, la producción de los países no pertenecientes a la OPEP (EE. UU., Canadá, Brasil y Guyana, entre otros), que en los últimos ocho meses ha crecido un 3%, hasta los 70,9 millones de b/d, podría seguir incrementándose según estima la IEA en otros 1,5 millones de b/d en 2025. Con todo, creemos que el mercado de petróleo podría comenzar a presentar señales de exceso de oferta alrededor del próximo verano, aspecto que favorecería la relajación de los precios. Se da la circunstancia de que este

4. El último paquete de medidas aprobado se centra, sobre todo, en nuevas medidas de relajación monetaria y, en el momento de escribir este artículo, se desconocen todavía los detalles del paquete de estímulo fiscal anunciado. Además, consideramos que su impacto sobre la demanda de materias primas, y en concreto sobre el petróleo, será modesto y temporal, salvo que se anuncie un plan exclusivo para el desarrollo de infraestructuras (sector intensivo en el uso de *commodities*).

5. Según la OPEP, a partir de diciembre de este año y durante los próximos 12 meses, los recortes se irán deshaciendo de acuerdo con un incremento de la producción al ritmo de 180.000 b/d por mes.

1. El índice S&P GSCI de materias primas descendió un 8,8% entre el 1 de julio y el 30 de septiembre.

2. Véase, «China's slowdown is weighing on the outlook for global oil demand growth», IEA, septiembre de 2024.

3. OPEP, IEA (International Energy Agency) y EIA (US Energy Information Administration).

aumento de la oferta también se ha descontado en la estructura de la curva de futuros del crudo, con el estrechamiento en los diferenciales de precios entre los vencimientos a más corto plazo.

Teniendo en cuenta todos estos aspectos, hemos decidido rebajar las previsiones del precio del barril de Brent, desactualizadas ante este nuevo contexto, hasta el promedio de 80,4 dólares para 2024 (76 dólares en diciembre) y de 74,7 dólares para 2025 (73,5 dólares en diciembre de 2025).

No obstante, estas previsiones están sujetas a una elevada incertidumbre ante el aumento de los riesgos geopolíticos en las últimas semanas. La intensificación del conflicto entre Israel y Hezbolá ha despertado el temor a que nos encontremos en el inicio de una guerra más amplia en la región y en la que participen más países, entre ellos Irán.⁶ Ante esta circunstancia, la guerra entre Israel e Irán afectaría directamente a la oferta de crudo y a los canales de distribución, y el precio del barril repuntaría considerablemente, pudiendo incluso alcanzar, de manera puntual, los 100 dólares.

La estabilidad se impone en el gas natural

En el caso del gas natural, desde el verano el precio del TTF holandés (referencia mayormente usada en el mercado europeo) ha estado sometido a presiones alcistas derivadas del aumento de la demanda asiática y de trabas temporales en la oferta de gas de algunos de los principales proveedores (como Australia o Noruega), que han llevado el precio a la zona de los 40 euros/MWh. Sin embargo, aspectos como una climatología suave en el hemisferio norte y el elevado porcentaje de reservas estratégicas de gas natural de la UE⁷ han limitado la escalada de los precios.

De cara a los próximos trimestres, creemos que la demanda de gas natural en el Viejo Continente seguirá bastante débil. El auge del uso de energías renovables y nuclear, las medidas de eficiencia energética, las temperaturas más suaves y la apatía de la industria en buena parte de los países se han traducido en un descenso en la UE⁸ del 3,2% interanual del consumo de gas natural en el 1S de este año y del -11% de las importaciones de gas natural licuado (GNL). En base a nuestro escenario de crecimiento económico para la eurozona,⁹ estimamos que estas dinámicas

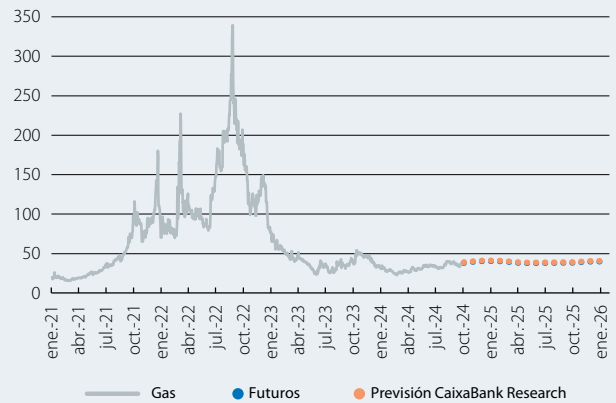
6. Atendiendo a la producción de crudo, Irán es el tercer país productor dentro de la OPEP (12,2% del total) y el quinto a nivel mundial (4,8% del total). Además, controla el paso por el estrecho de Ormuz, por donde transitan diariamente 21 millones de barriles, la quinta parte del consumo mundial de crudo y derivados.

7. Las reservas estratégicas de la UE se sitúan en el 94% a finales de septiembre.

8. Según datos del European LNG Tracker (actualización del 24 de septiembre), IEEFA.

9. Véase el Focus «Modesto deterioro de las expectativas de crecimiento para la economía internacional» en este mismo Informe Mensual.

Precio del gas natural
(Euros/MWh)



Nota: TTF, precio gas natural de referencia en Europa. Datos a 8 de octubre. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

en la demanda de gas se mantendrán vigentes durante gran parte de lo que resta de año y a lo largo del próximo.

En cuanto a la oferta de gas natural, prevemos que se mantendrá bastante saneada. De una parte, el total de GNL almacenado en buques se sitúa por encima de la media de los últimos cinco años desde comienzos de año, aspecto que asegura el suministro a corto plazo. De otra, se estima que la capacidad de exportación de GNL de EE. UU. y Catar se incrementará notablemente en los próximos trimestres (más de 30.000 millones de metros cúbicos en el 4T 2024 en EE. UU.) y que antes de final de año las terminales de Australia deberían volver a estar plenamente operativas. Todos estos factores deberían ayudar a compensar la potencial merma de flujos de gas natural que llegan a Europa desde Rusia por vía terrestre, a partir de enero de 2025.¹⁰

Con todo, revisamos nuestro escenario de precios al alza y estimamos que el escenario de los precios del gas se mantendrá entre los 37 y 42 euros/MWh en el 4T 2024, y en torno a los 40 euros/MWh durante gran parte de 2025.

Como conclusión, y salvo que las tensiones en Oriente Medio sigan agravándose y terminen afectando al flujo comercial en su paso por el estrecho de Ormuz, los niveles de precios del crudo que estimamos deberían servir de palanca para el impulso del crecimiento global, además de favorecer que la inflación se aproxime a los objetivos de los bancos centrales y aumentar la probabilidad del aterrizaje suave de sus economías.

Beatriz Villafranca

10. El 31 de diciembre de 2024 vence el acuerdo quinquenal de tránsito de gas natural de Rusia a Europa, que pasa por Ucrania (su transporte es por vía terrestre y representa cerca del 4,5% del gas natural que se consume en Europa). La negativa de Ucrania a renovar el acuerdo supondría el desvío de los flujos por Turquía y Azerbaiyán, bajo el riesgo de incrementar los costes y el volumen de metros cúbicos en tránsito.