



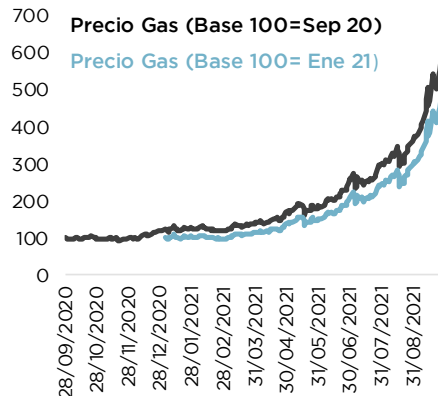
NOTA DE ANÁLISIS

septiembre de 2021

Crisis del gas en Europa

GRÁFICO 1: Gas Natural en Europa (Base 100)

Fuente: Bloomberg



El precio de las commodities se ha visto incrementado de manera notable a lo largo de los últimos meses, siendo especialmente palpable el movimiento en el gas natural, el cual ha dibujado una tendencia alcista casi parabólica, contabilizando revalorizaciones superiores al 500%, tanto en términos interanuales, como desde el inicio de este 2021 (ver gráfico 1).

En esta nota queremos explicar a qué se debe esta situación, centrandó nuestra atención en Europa. En este sentido, veremos que hay razones de cierto peso que respaldan la tendencia actual y, sobre todo, que no es de esperar una corrección sustancial en el corto plazo.

Una oferta presionada a la baja (Producción y efecto Rusia)

Un aumento del precio del gas natural como el comentado anteriormente, sólo puede justificarse ante la confluencia de una serie de factores. Uno de ellos estaría en el lado de la oferta, con una producción que lleva bastante tiempo reflejando señales de debilidad, sin haber llegado a recuperar los niveles que se observaron antes del inicio de la pandemia, incluso bajo un contexto de recuperación como el observado en los últimos trimestres (ver gráfico 2). De esta manera, las cifras actuales todavía se encontrarían entorno a un 4.0% por debajo de los registros contabilizados en diciembre del 2019.

Otro elemento a tener en consideración está en las menores exportaciones de gas que Rusia está realizando a Europa. De hecho, tal y como se puede ver en el gráfico 3, la dinámica observada en lo que llevamos de año se situaría claramente por debajo de la media de los últimos años. Además, todo ello no está exento de una notable controversia en la medida que algunos expertos esgrimen que este proceder no deja de ser una medida de presión de Rusia para que el gaseoducto Nord Stream 2, que debe conectar el país con Alemania, sea aprobado lo más rápidamente posible por parte de las autoridades germanas. En cualquier caso, no está del todo claro que este extremo se vaya a producir por varios motivos:

- 1) El regulador alemán señaló que la luz verde podría demorarse unos cuatro meses.
- 2) El cambio de gobierno germano podría llegar a retrasar los tiempos en mayor medida. Además, conviene tener presente que es muy factible que Los Verdes formen parte del nuevo ejecutivo y esta fuerza política ha rechazado el proyecto en varias ocasiones, lo que introduce algo más de incertidumbre.
- 3) Varios países como Polonia ya han expresado sus crecientes dudas respecto a la clara dependencia que Europa tiene del gas ruso.

GRÁFICO 2: Producción de gas natural

Fuente: Bloomberg

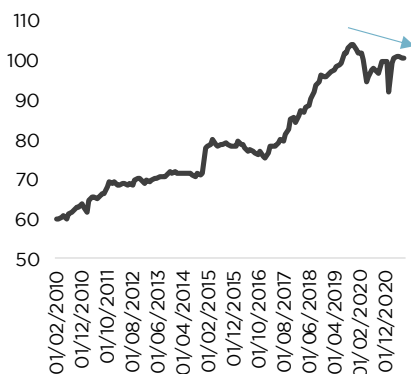
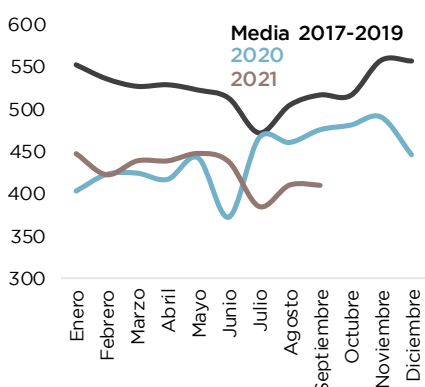
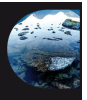


GRÁFICO 3: Comparativa anual de exportación de gas de Rusia a la UE

Fuente: Gazprom





Crisis del gas en Europa

GRÁFICO 4: Peso de las diferentes alternativas en la inversión de energía global

Fuente: Bloomberg

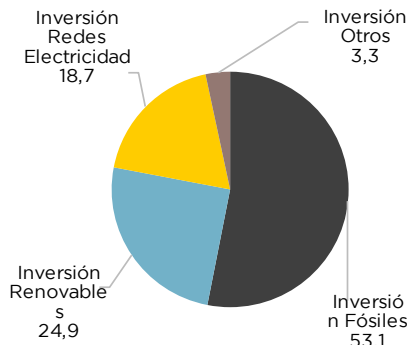


GRÁFICO 5: Porcentaje de utilización de inventarios de gas en la UE

Fuente: UE

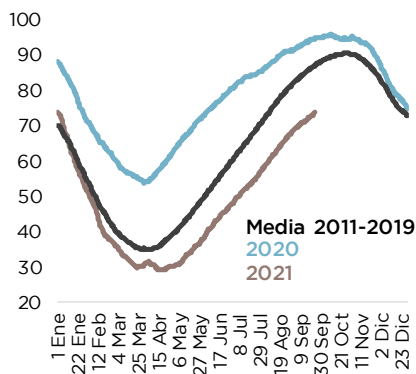
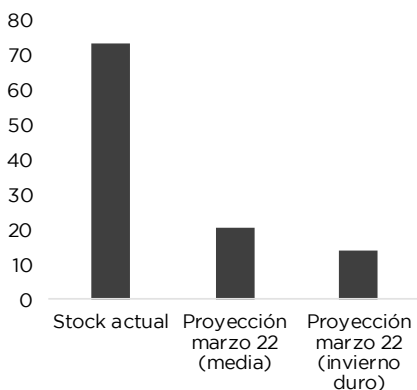


GRÁFICO 6: Proyección de porcentaje de utilización de stocks de gas en la UE

Fuente: UE



La estimación asume que los inventarios no van a crecer más hasta finales de octubre. En este sentido, una variación en las condiciones de oferta (aumento de las exportaciones de gas por parte de Rusia, por ejemplo), podría cambiar los resultados, aunque siempre en un contexto de inventarios muy reducidos.

- 4) Existen ciertos requerimientos europeos en materia de competencia que dificultarían la normal operativa de la comercializadora en la UE.

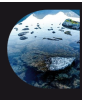
Todo ello argumentaría la teoría de presión señalada anteriormente y que, en parte, fue ratificada hace unas semanas por parte de la Agencia Internacional de la Energía, señalando que Rusia podría poner algo más de su parte a la hora de incrementar la exportación de gas a la UE.

Adicionalmente, también conviene tener presente que la demanda de gas ha estado sesgada al alza de manera importante. A ello ha contribuido de forma destacada la política de bajas emisiones aplicada por la UE, la cual penaliza el uso de unas energías fósiles que, a día de hoy, siguen siendo muy relevantes a la hora de abastecer las necesidades agregadas de la UE (ver gráfico 4). En última instancia, ello hace que alternativas como el gas tengan que rellenar buena parte de ese hueco impulsando su precio en mayor medida.

Los inventarios de gas de la UE se encuentran muy bajos

La compleja situación señalada en el punto anterior se ve agravada en mayor medida por una evolución de los inventarios de gas en Europa. En este sentido, el porcentaje de utilización total de los mismos que existe actualmente estaría en el entorno del 73%, lo que implicaría un nivel bastante por debajo del que se ha promediado a lo largo de años anteriores en estas mismas fechas (ver gráfico 5).

Desde nuestro punto de vista, un contexto como el actual implica un punto de partida bastante negativo para encarar la llegada del invierno, donde el mayor uso de calefacciones puede incrementar la demanda de gas de manera importante, con el impacto consiguiente sobre los stocks anteriormente planteados. De hecho, si nos fijamos en el comportamiento de los mismos a lo largo de los últimos años, veremos que el pico suele alcanzarse entre mediados y finales del mes de octubre para, posteriormente, comenzar una clara tendencia a la baja que se puede extender perfectamente hasta el tramo final del mes de marzo del año siguiente. De esta manera, tomando como referencia las cifras actuales y el promedio en la caída de inventarios planteada en el periodo de tiempo anteriormente señalado, la Unión Europea podría llegar a situarse con una reservas de gas entorno al 20% de su capacidad total a finales del 1T22, lo que implicaría un registro incluso por debajo del contabilizado en el inicio de este 2021. De igual manera, si el invierno trajese consigo temperaturas especialmente bajas, como sucedió el año pasado, la misma proyección señalada anteriormente trasladaría lecturas incluso inferiores, pudiendo manejarse registros cercanos al 10% (ver gráfico 6). Es decir, en según qué condiciones, la UE podría verse ante la situación de agotar casi todas sus reservas de gas al inicio del 2022.



Crisis del gas en Europa

GRÁFICO 7: Futuros del gas natural

Fuente: Bloomberg

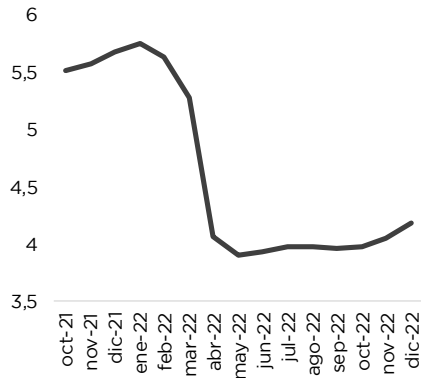


GRÁFICO 8: Peso de la demanda de gas en diferentes actividades y sectores

Fuente: Bloomberg

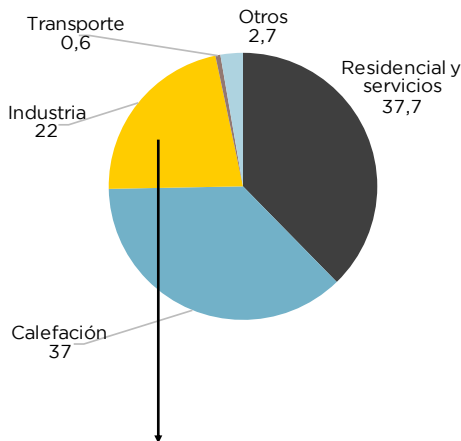
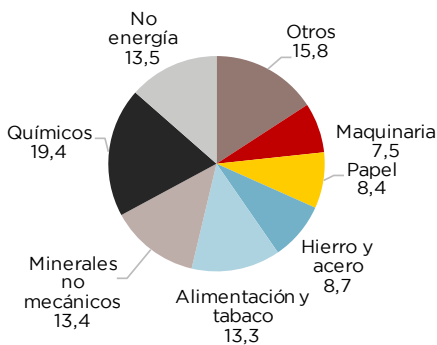


GRÁFICO 9: Peso de la demanda de gas en rama industrial

Fuente: Bloomberg



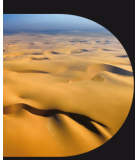
Los precios del gas pueden mantenerse elevados durante más tiempo

Teniendo en consideración lo comentado hasta ahora parece un tanto complejo observar una corrección de los elevados precios del gas natural en el más corto plazo. En este sentido, el mercado de futuros estaría planteando un contexto bastante similar, sin valorar un cambio relativamente sustancial de la situación actual hasta después del 1T22, cuando se espera que la mayor parte de la presión a la baja sobre los inventarios que se maneja se pueda ver relajada (ver gráfico 7).

De igual manera, el mantenimiento de un alto precio del gas en los próximos meses, junto con cotizaciones similares de otro tipo de commodities, también puede llegar a tener algún tipo de efecto en otros apartados de la economía. Sin duda, los hogares tendrán bastante que perder, viendo rebajada parte de su renta disponible, lo que puede acabar lastrando el consumo privado. La inversión, por su parte, también se podría ver afectada, ya que la rama industrial llega a contabilizar entorno a un 22% de la demanda de gas natural en Europa. Dentro de este último apartado el nicho más afectado sería el químico (ver gráficos 8 y 9), especialmente todo aquello que pueda estar relacionado con fertilizantes.

Conclusiones

- 1) La explicación de los altos precios del gas natural en Europa viene marcada por una confluencia de factores: i) menor producción de gas, ii) bajas exportaciones de Rusia a la UE y iii) demanda elevada.
- 2) Adicionalmente los inventarios de la materia prima se encuentran en unos niveles muy reducidos, pudiendo llegar a plantearse una situación francamente compleja durante los meses de invierno.
- 3) Es poco factible que la cotización actual se vea rebajada de manera sustancial en el corto plazo.
- 4) El mantenimiento de esta situación, junto con escenarios más o menos similares en otras materias primas, puede acabar lastrando el consumo y parte de una inversión que ya empieza a notar los efectos negativos de los cuellos de botella y algunos problemas en China. Ello ensombrecería el contexto macro del final de este año y principios del siguiente.
- 5) Dentro del apartado industrial, el sector más expuesto a esta situación sería el químico y todo lo que esté relacionado con fertilizantes.



Inverseguros S.V.
DUNAS CAPITAL

Análisis  Tel. +34 914 26 38 20/6

Borja Gómez (Director)
fbgomez@inverseguros.es

Silvia Verde (Analista)
sverde@inverseguros.es

Pedro Cid (Analista)
pcid@inverseguros.es

Patricia Rubio (Apoyo)
correo@inverseguros.es

AVISO LEGAL

La presente Nota ha sido elaborada por Inverseguros Sociedad de Valores, SAU (Entidad que pertenece al Grupo Dunas Capital) y se facilita sólo a efectos informativos. Inverseguros Sociedad de Valores, SAU es una entidad inscrita en España, autorizada y regulada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

La presente Nota no puede considerarse asesoramiento financiero personalizado, ni una oferta de compra o venta de acciones. La misma ha sido elaborada con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El receptor de la misma que tenga acceso debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a los que se hagan referencia pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración de la presente nota, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias, así como la información pública existente sobre dicho valor, y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto registrado en la CNMV y en la entidad emisora. Asimismo, debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

Asimismo, advertimos que toda inversión en cualquier valor está sujeta a riesgos de pérdida, incluso del principal invertido, así como que las inversiones en mercados cotizados conllevan gastos que no se están teniendo en consideración en este informe. Inverseguros Sociedad de Valores, SV no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Las opiniones expresadas en este informe reflejan las opiniones personales del equipo de análisis de Inverseguros Sociedad de valores, SAU. Asimismo, el equipo de análisis no recibe ni recibirá ingreso alguno por proporcionar una opinión específica en la presente Nota. No obstante, dichos analistas pueden haber recibido ingresos o recibir ingresos en relación, entre otros factores, a los resultados del Grupo Dunas Capital.

La información que incluye el presente informe se ha obtenido de fuentes consideradas como fiables, pero si bien se ha actuado de buena fe y de manera razonable para que dicha información no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no se puede garantizar que sea, precisa, exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera.

Es posible que alguna Entidad que forme parte del Grupo Dunas Capital o cualquiera de las IICs, ECR o FP gestionados por sus Entidades Gestoras, así como sus respectivos accionistas, consejeros directores o empleados, pueden tener una posición en el valor al que se refiere la presente Nota. Asimismo, Inverseguros Sociedad de Valores, puede negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento, colocación, aseguramiento u otros servicios al emisor de dicho valor, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados.

Inverseguros Sociedad de Valores cuenta con Política de Conflictos de Interés, así como un Reglamento Interno de Conducta (RIC), de obligado cumplimiento para todos sus empleados, directivos y Consejeros.

Cualquier Entidad de las que forman parte del Grupo Dunas Capital, así como sus empleados y directores, pueden emitir comentarios de mercado a sus clientes que difieran a las contenidas en la presente Nota.

La presente Nota no podrá ser reproducida, distribuida ni publicada por ningún receptor de la misma.