COVER STORY

ENERGIA, UN'ESPLOSIONE IN UN MONDO NEL CAOS

Ma non è **solo** colpa della Russia

L'esplosione dei corsi nel settore energetico è il più recente di una serie di problemi che stanno colpendo i produttori di beni in tutto il mondo e la guerra in Ucraina ha ulteriormente ingarbugliato una matassa di criticità già presenti da tempo. La mancanza di investimenti da anni e le difficoltà di alcuni paesi produttori all'interno dell'Opec fanno ragionevolmente credere che la produzione non crescerà tanto rapidamente, in un contesto in cui il petrolio russo è sempre più difficilmente vendibile. Tutto ciò rischia di mandare in crisi l'intera economia globale, soprattutto in Europa, in Asia e negli emergenti non produttori di materie prime. Nell'attuale scenario, il ruolo principale ce l'ha l'Arabia Saudita, l'unica che può incrementare in maniera significativa la produzione. Ma basterà? «Ci aspettiamo che i prezzi rimangano elevati, dati i limiti dell'Opec e il contesto geopolitico volatile», risponde un money manager

di **Boris Secciani**

Analizzare il settore energetico è oggi un esercizio difficilissimo, ma semplicemente imprescindibile per comprendere in quale direzione si sta muovendo il ciclo globale. La terribile invasione dell'Ucraina da parte della Russia ha ovviamente sparigliato lo scenario generale e, in particolar modo, il complicato equilibrio tra la domanda e l'offerta di diverse risorse naturali indispensabili per il funzionamento di un'economia moderna. L'energia è infatti piagata da questioni annose che si intersecano a vari livelli e creano continuamente nuovi equilibri fragili e volatili. Estremamente chiaro al riguardo appare l'intervento di **Lorenzo Portelli**, head of cross asset

064954

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

Amundi

LA CRESCITA EUROPEA È PIU ESPOSTA ALLO SHOCK PETROLIFERO

Impatto sul Pil dello shock del petrolio e del gas (%) nel 2022

	Us	China	Euro area
Oil*	-0,3	-0,3	-0,6
Gas**	0	0	-0,6
Total	**-0,3**	**-0,3**	**-1,2**

*Assuming sustained $20/barrel shock
**Baseline scenario with higher prices but continued russian shipments.

Fonte: Goldman Sachs Global Investment Research

research di **Amundi**: «Il settore energetico è storicamente legato a quattro aspetti eterogenei fra loro: strutturali, ciclici, fondamentali e geopolitici. Tutto ciò è ancora più vero in questo passaggio storico fondamentale cui stiamo assistendo. Gli eventi drammatici che stanno accadendo in questi giorni in Ucraina riaffermano la view di una pressione al rialzo dei prezzi dell'energia, già indicata dagli aspetti fondamentali e strutturali».

MATASSA INESTRICABILE

In queste righe si trova una summa di una matassa per certi versi inestricabile di problemi che rischiano di trasformare quella attuale in una crisi seria e di lunga durata. Come vanno dunque a intersecarsi queste quattro angolazioni tra loro? Secondo **Mondher Bettaieb-Loriot** di **Vontobel Asset Management** (vedere a pag. 10), il trend di inflazione attuale è un tipico caso in cui la pressione sui prezzi genera una distruzione della domanda. Tutto ciò appare destinato a trasformarsi in un processo di rallentamento economico che rischia di diventare decisamente marcato. Il tremendo shock derivante dalla prima guerra aperta sul suolo europeo da 30 anni a questa parte probabilmente porterà un acutizzarsi della dinamica di contrazione dell'offerta di quasi tutte le risorse chiave, seguita da una diminuzione della domanda e, poi, da un precario tentativo di equilibrio. In particolare a farne le spese in maniera più pesante saranno le grandi economie trasformatrici di Europa e Asia e gli emergenti con maggiori fragilità a livello di bilancia dei pagamenti, come sintetizza **Carlo Benetti**, market specialist di **Gam (Italia) Sgr**: «Il prezzo del petrolio oltre i 100 dollari allunga ombre sinistre sulla qualità della ripresa in Europa: la vulnerabilità energetica è il suo punto debole. I corsi del greggio condizionano le prospettive economiche anche dei paesi emergenti: ne beneficiano ovviamente i paesi esportatori, ma i 100 dollari al barile sono un pesante pedaggio per importatori come Cina, Taiwan, Corea e India».

Nel frattempo, anche solo raggiungere un qualsiasi equilibrio non sarà però per nulla semplice, a causa del ruolo chiave dell'energia, che è in grado di agire come un sasso in uno stagno, scatenando una serie di distorsioni lungo le filiere globali.

COME IN UN BRACIERE

Essa, infatti, costituisce la cinghia di trasmissione principale di tutte le dinamiche che hanno caratterizzato l'ultimo anno in maniera conclamata e che, però, stavano cuocendo da anni sotto la cenere come in un braciere. Un controllo sempre più efficiente dell'offerta, grazie anche a un lungo periodo di austerità a livello di capex, e tensioni geopolitiche che non si limitano alla Russia si sono tradotti in una serie di fragilità che rischiano di fare di saltare per aria l'intero sistema per molto meno della guerra in Ucraina e della pandemia di Covid. Il fenomeno si è riverberato di fatto su qualsiasi produzione di beni con simili caratteristiche dell'offerta. Così, i disallineamenti nei combustibili fossili sono sovente alla base di cicli rialzisti in una pletora di altre risorse naturali e di semilavorati. Interessante appare al riguardo l'analisi proposta da **Greg Sharenow**, portfolio manager, real assets di **Pimco**: «Gli eventi recenti hanno messo in luce, a nostro parere, le condizioni chiave del settore energetico: la carenza di investimenti sul lato dell'offerta dopo anni di prezzi bassi, la ridotta flessibilità del sistema e la natura interconnessa di tutti i mercati energetici, compreso il ruolo che i prezzi del carbonio svolgono nel definire punti di sostituzione tra mercati. Sebbene l'Opec+, che comprende i membri del cartello petrolifero e diversi altri esportatori di greggio, conservi una certa capacità di scorte petrolifere, e la Russia probabilmente di gas naturale, la capacità di riserva sembra diminuire in tutta la catena di approvvigionamento energetico, lasciando probabilmente il mercato più vulnerabile alle calamità climatiche o agli eventi politici. Gli effetti a catena possono essere avvertiti in tutto l'insieme delle materie prime, con una maggiore domanda e prezzi più alti per i combustibili alternativi».

UN'OPEC SEMPRE PIÙ SAUDITA

A questo punto vale la pena concentrare innanzitutto l'analisi proprio sulla risorsa chiave del mondo moderno, nello specifico il petrolio. Il Brent ha infatti toccato sul mese

064954

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

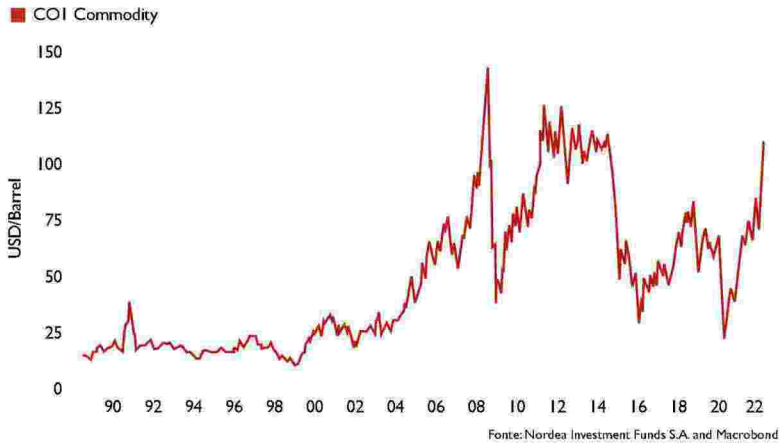
Amundi

GIACOMO CALEF
country manager
Ns Partners

frontale del future quota 130 dollari al barile a inizio marzo. Si tratta del valore più alto registrato dal 2008, ai picchi del più grande bull market di sempre delle risorse naturali. A fare deflagrare ulteriormente la situazione è stata la possibilità paventata dalle autorità americane di convincere gli alleati a smettere di comprare il petrolio russo, che rappresenta circa l'11% del commercio internazionale di questa risorsa. Già dallo scoppio della guerra, diversi trader sul fisico appaiono decisamente riluttanti a comprare greggio dalla Russia, pur in presenza di notevoli sconti, per via proprio della possibilità di venire sanzionati. Qualche (impressionante) dettaglio al riguardo viene fornito da **Giacomo Calef,** country manager di **Ns Partners**: «Nonostante, al momento, non sia stato previsto alcun divieto di comprare il greggio dalla Russia, molte banche non intermediano l'acquisto e i costi di trasporto dei barili sono saliti in modo significativo. Il risultato è che, secondo alcuni analisti, circa il 70% degli scambi di greggio russo è stato congelato».

NITESH SHAH
head of commodities
& macroeconomic research
WisdomTree

TRENTA ANNI DI QUOTAZIONI DEL BRENT



Fonte: Nordea Investment Funds S.A. and Macrobond

A questo punto la domanda che sorge spontanea è se il mondo è in grado di reggere simili shock. L'oro nero è in generale un mercato molto più globalizzato ed efficiente rispetto al gas naturale. Come si evince anche dall'intervento di Sharenow, l'Opec (a questo punto probabilmente non ha più moltissimo senso parlare di Opec+) e, soprattutto, l'Arabia Saudita hanno ancora una certa capacità di agire come banca centrale dell'oil, calmierando almeno parzialmente i prezzi. È questa la tesi del Team Cee & global emerging markets di **Raiffeisen Capital Management**: «Il mercato del petrolio probabilmente sconterebbe un premio di rischio aggiuntivo, ma non è chiaro quanto questo sarà elevato. Non ci si aspetta che la Russia riduca drasticamente le proprie esportazioni energetiche e le sanzioni dell'occidente in questa direzione non sono ancora state messe in gioco pubblicamente. I paesi dell'Opec (soprattutto l'Arabia Saudita) potrebbero anche mobilitare capacità supplementari in modo relativamente rapido».

In realtà, se si analizzano le dinamiche di questo gruppo di nazioni, responsabili per circa il 40% della produzione planetaria, vediamo che i margini non sono amplissimi. **Nitesh Shah**, head of commodities & macroeconomic research di **WisdomTree**, afferma: «L'Opec sta ancora espandendo la sua produzione, ma non così tanto come aveva inizialmente indicato. Mentre l'organizzazione nel complesso sta aumentando le sue quote di produzione di 400 mila barili al giorno ogni mese, alcuni membri non riescono a produrre quanto previsto dalla loro quota, mentre altri sono in grado di garantire un produzione di riserva. Secondo le stime dell'Agenzia Internazionale dell'Energia, le scorte di petrolio dell'Ocse a dicembre 2021 si sono attestate a 255 milioni di barili, al di sotto della media quinquennale, segnando il livello più basso in sette anni. La scarsità dell'offerta di petrolio contribuisce a spiegare la struttura di backwardation dei future sul greggio Brent e Wti. L'offerta di petrolio non Opec potrebbe vedere i mercati petroliferi in eccedenza nel 2022, ma la consegna cronica sotto quota dell'Opec pone un rischio».

LA QUESTIONE CHIAVE

Come accennato, il capex sembra la questione chiave. E proprio nel livello amorfo degli investimenti troviamo la convergenza dei quattro elementi, ciclici, strutturali, geopolitici e fondamentali, enunciati nell'intervento di Lorenzo Portelli di Amundi in apertura. Infatti la situazione di sfacelo economico e politico di diversi attori dell'Opec è indissolubilmente legata alla difficoltà di riuscire a mantenere accettabili livelli di estrazione con il rischio di un declino strutturale. In pratica non c'è solo la possibilità di un'improvvisa assenza del greggio russo a gravare come una spada di Damocle su un equilibro energetico precario quanto mai. Vale dunque la pena concentrarsi in maniera più dettagliata sui maggiori player dell'intero cartello, per meglio comprendere ciò di cui si discute. In particolare due delle realtà più deboli dell'organizzazione sono alla base del fallimento nel centrare i recenti obiettivi di rialzo dell'output, come ricorda **Rohan Reddy**, research analyst di **Global X**:«È dallo scorso dicembre che i prezzi del petrolio e del gas sono in aumento, dal momento che nazioni come la Libia e la Nigeria stanno lottando con problemi alla produzione a fronte di una domanda che si è invece ripresa rapidamente, grazie alla riapertura dell'economia. Lo scorso gennaio l'Opec+

064954

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

Amundi

STEPHANE MONIER
chief investment officer
Lombard Odier Private Bank

aveva promesso di alzare la produzione di 400 mila barili al giorno. A causa delle interruzioni alle estrazioni nei due paesi menzionati, però, alla fine l'incremento è stato inferiore di 190 mila barili al giorno».

LA RUSSIA NON SPINGE

Sarebbe sbagliato, però, pensare che a creare intoppi siano state solo economie gravate da un livello di corruzione, violenza e incuria altissimo. Infatti è interessante notare il comportamento della stessa Russia l'anno passato. Al di là delle tremende vicende geopolitiche attuali, non è da poco tempo che Mosca sta mostrando scarsa voglia di inondare la piazza globale di oro nero. I maligni potrebbero addirittura operare un paragone fra quanto sta succedendo adesso e i tentativi di destabilizzazione del Medio oriente da parte dell'Unione Sovietica negli anni '80, al seguito di quello che passò alla storia come il contro-shock petrolifero. Sicuramente, però, anni di economia stagnante non stimolano nessuno, tanto meno una realtà come la Russia, a spingere sull'acceleratore dell'output. Qualche cifra fornita da **Stephane Monier,** chief investment officer di **Lombard Odier Private Bank**, è sicuramente interessante: «Nel corso del 2021 le aziende russe hanno estratto in media 10,52 milioni di barili al giorno, in crescita del 2,4% rispetto al 2020. A gennaio di quest'anno, poi, la produzione è salita rispetto al mese precedente di appena lo 0,7%. Si tratta di valori inferiori a quanto era stato pattuito negli accordi con gli altri membri dell'Opec+, che avrebbero permesso al Paese di tornare a livelli di output pari a quelli pre-pandemia ad aprile o maggio di quest'anno». Non sorprendentemente, il futuro non sembra promettere nulla di buono per il comparto petrolifero russo, al di là della contingenza, anche per fattori esogeni allo stato attuale imponderabili. Il rischio forte, infatti, è che il terzo produttore mondiale si trovi tagliato fuori a lungo dai flussi finanziari e tecnologici di cui ha un disperato bisogno per continuare ad ammodernare la propria industria. Da questo punto di vista, come ricorda Giacomo Calef, di Ns Partners, i prodromi di quella che potrebbe diventare una "iranizzazione" della Russia ci sono già tutti: «La questione riguarda anche i disinvestimenti delle principali società petrolifere internazionali che sono stati decisi negli scorsi giorni. Il gigante petrolifero British Petroleum, ad esempio, ha annunciato l'uscita immediata dalla sua partecipazione in Rosneft, la più grande azienda russa nel settore oil, stimando una potenziale svalutazione di circa 25 miliardi di dollari. Dunque, la situazione vede pochi margini di miglioramento e non ci sono molte soluzioni».

Perciò, chi rimane all'interno del cartello dotato di mezzi e volontà di alleviare un minimo i mercati globali? La risposta viene enunciata sempre da Monier: «De facto sono solo pochi i paesi dell'Opec ad avere la possibilità di alzare significativamente la produzione: nello specifico Arabia Saudita, Emirati Arabi, Iran e Iraq». In pratica, tocca sempre di più al regno guidato da Mohamed Bin Salman accollarsi il ruolo di banca centrale del greggio. In un momento, però, in cui sarebbe richiesto in questo ambito un vero e proprio quantitative easing. I prossimi mesi diranno se ciò è fattibile. Nel frattempo non sorprende la previsione di Monier: «Ci aspettiamo che i prezzi rimangano elevati, dati i limiti dell'Opec e il contesto geopolitico volatile».

064954

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

Amundi

COVER STORY

ENERGIA, UN'ESPLOSIONE IN UN MONDO NEL CAOS

Gas, c'era una volta il parente povero

Il gas naturale, finora considerato una fonte energetica secondaria, ha visto negli ultimi mesi un boom nettamente superiore a quello del petrolio e ha costituito uno degli elementi che hanno maggiormente contribuito all'inflazione e a creare i colli di bottiglia nella produzione di beni. E il futuro, soprattutto per l'Europa, che da questa commodity energetica dipende in notevole misura, non appare dei migliori

A lungo il gas naturale è stato considerato il parente povero del petrolio, caratterizzato da quotazioni ancora più depresse e da una decisa sovrabbondanza dell'offerta, pur con varie differenze a livello globale. A partire dal 2021, lo scenario è cambiato in maniera radicale, con questa materia prima energetica che è diventata forse il punto nevralgico della crisi indotta dalla scarsità globale di beni e dall'esplosione dell'inflazione. Le ragioni di ciò sono tutto sommato abbastanza semplici da comprendere. Da una parte, infatti, la Russia detiene una quota del 17% del totale del commercio internazionale in questo segmento, una percentuale ben superiore all'11% registrato nel petrolio. Dall'altra, questa commodity presenta un mercato meno efficiente e frammentato rispetto a quello del greggio, il che rende più probabile la creazione di colli di bottiglia potenzialmente pericolosissimi.

Ad esempio, la maggior parte della produzione russa avviene nella regione di Yamal, che ancora non è connessa alla Cina, e le vendite, quindi, sono concentrate esclusivamente in Europa. Quest'ultima, di conseguenza, ha finito per dipendere per oltre il 40% dei propri consumi proprio dai giacimenti russi. A loro volta gli Stati Uniti, che nell'ultimo decennio sono stati inondati da prodotto di scisto a basso costo, solo di recente hanno costruito infrastrutture di liquefazione in grado di supportare un export significativo. La prima economia del mondo conta, infatti, di diventare il primo esportatore sul pianeta di gas liquefatto entro l'anno prossimo.

UNA PRODUZIONE CRUCIALE

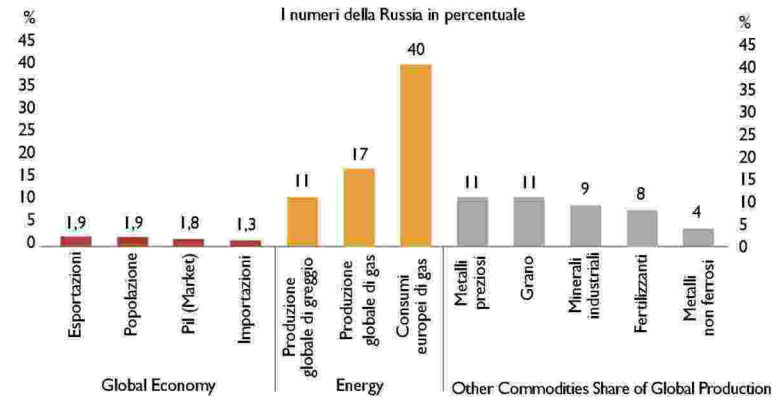
L'Europa deve però lottare con un'Asia abituata a pagare prezzi molto più elevati,

064954

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

Amundi

RUSSIA, UN'ECONOMIA DI MEDIO LIVELLO CON UN ENORME SETTORE ENERGETICO



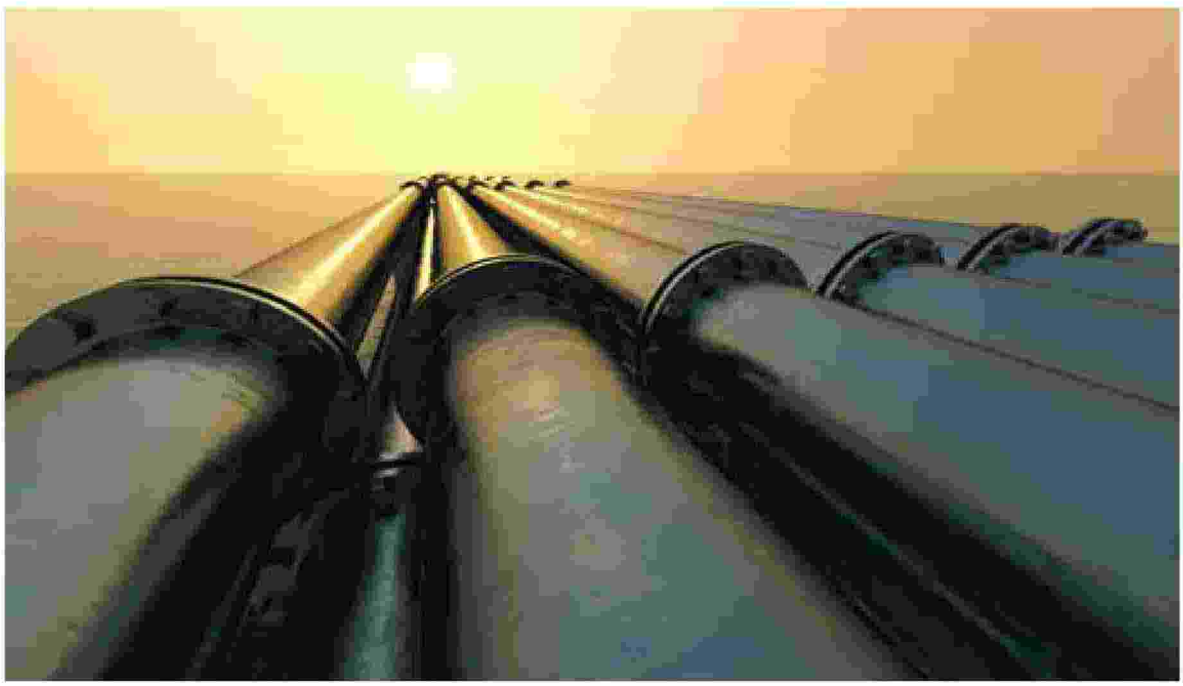
Fonte: IMF, Goldman Sachs Global Investment Research

perché usa questa risorsa soprattutto a scopo industriale e domestico, basandosi molto più del Vecchio Continente su nucleare e carbone per la generazione di elettricità. Come si può vedere, si tratta di una produzione cruciale per il funzionamento dell'economia globale, che funziona come una serie di giochi a incastro a continuo rischio di tensioni e crisi. Non sorprende, dunque, vedere distorsioni sui mercati piuttosto forti: se infatti le quotazioni sull'Henry Hub statunitense, benché più che triplicate dai minimi del marzo 2020, sono ancora lontane dai picchi visti all'inizio dello scorso decennio, i corsi europei hanno invece sperimentato un'autentica esplosione, sia in termini di valore, sia di volumi. Nello specifico, sull'hub di Amsterdam si è passati da circa 45 euro per magawatt-ora del giugno 2021 agli oltre 345 di inizio marzo di quest'anno. È logico, perciò, che dalle nostri parti si cominci a parlare di politiche di razionamento in vista del prossimo inverno. Sul tutto, poi, ha un forte ulteriore impatto la decisione, da parte dell'Unione Europea, di inserire il gas fra le fonti utilizzabili per la transizione energetica.

GREG SHARENOW
portfolio manager, real assets
Pimco

BASSE SCORTE

Questo combustibile fossile è dunque sempre più decisivo, anche perché da esso dipende la produzione di una serie di beni a dir poco fondamentali, come ad esempio i fertilizzanti, di cui incidentalmente la Russia è il maggiore esportatore mondiale. Di conseguenza, oggi, ancora più del petrolio, è il gas naturale la madre di tutti gli shock esogeni alle supply chain globali, occupando così il ruolo di dinamo di un meccanismo inflativo che sembra auto-alimentarsi senza fine. A questo proposito davvero eloquente appare l'analisi di **Greg Sharenow**, portfolio manager, real assets di **Pimco**: «Le manutenzioni rimandate a causa del Covid-19 e i sottoinvestimenti nella pro-



064954

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

Amundi

duzione a monte hanno limitato l'utilizzo della capacità degli impianti globali di gas naturale liquefatto (Lng) a livelli non molto superiori al 2020, quando i prezzi bassi hanno spinto a ridurre l'estrazione. A peggiorare i problemi, le basse scorte di gas naturale e la forte domanda interna in Russia, nonché la preferenza del Paese per le esportazioni attraverso il corridoio meridionale, hanno contribuito a un calo delle importazioni di gas russo nel nord Europa. Inoltre, l'eccezionale crescita nell'ultimo anno della produzione industriale e il conseguente fabbisogno di energia, dovuta alla domanda globale di beni legata alla pandemia, ha contribuito alle recenti carenze energetiche. Gli effetti a catena possono essere avvertiti in tutto l'insieme delle materie prime, con una maggiore domanda e prezzi più alti per i combustibili alternativi. L'offerta di carbone è diminuita dopo anni di sottoinvestimenti in Cina e altrove con misure volte a contenere l'inquinamento. Con più carbone utilizzato per la produzione di energia, i prezzi del carbonio nel sistema europeo di scambio delle emissioni hanno iniziato un rally, poiché le centrali a carbone emettono più carbonio per megawattora (MWh) di produzione. Questa spirale verso l'alto, con il gas, il carbonio e il carbone che aumentano di pari passo, alla fine ha contribuito ulteriormente all'incremento dei prezzi del petrolio, che erano già in crescita. In poche parole, non c'è un posto dove potersi rifugiare nella catena energetica».

PIÙ PROBLEMI DEL PETROLIO

Come accennato nell'intervento di Greg Sharenow, nel gas più che mai la prolungata parsimonia nel capex ha finito per rivelarsi un elemento dirompente, dal quale non c'è la possibilità (e probabilmente neppure la volontà) di uscire nel breve periodo. La sempre maggiore domanda di elettrificazione dei beni utilizzati, poi, contribuisce a creare in questo ambito una matassa di elementi politici, tecnologici e industriali forse ancora più ingarbugliata rispetto al petrolio. Di tutto ciò fornisce un quadro decisamente vivido Lorenzo Portelli, di Amundi: «La riconversione energetica verso un mondo produttivo globale eco-sostenibile necessita di un maggiore utilizzo di elettricità fornita da risorse meno impattanti a livello di emissioni e quindi, nell'immediato, di un significativo utilizzo del gas naturale. Ma a fronte di un aumento di domanda strutturale e globale di gas, la produzione è relativamente concentrata in pochi paesi. L'Europa, per esempio, sta incrementando l'utilizzo del gas perché è tra le regioni più impegnate nella sostenibilità ambientale della crescita, però, al momento, il rifornimento è legato ancora a una piattaforma relativamente poco diversificata di paesi (Norvegia, Russia e Algeria in primis)».

PUNTARE SULL'AMERICA

Come si può capire, riuscire a diversificare le fonti a livello geografico non sarà per l'Europa, né semplice, né immediato. Al contempo, però, probabilmente la progressiva interconnessione dei vari mercati del gas potrebbe costituire un macro-trend di lungo periodo in grado di offrire opportunità interessanti agli investitori. In particolar modo, sarà sensato volgere l'occhio all'America i cui prezzi potrebbero andare a convergere verso la media mondiale. **Nitesh Shah**, head of commodities & macroeconomic research di **WisdomTree**, afferma: «La forte domanda di esportazioni degli Stati Uniti di gas naturale liquefatto dall'Europa sta sostenendo il contratto Henry Hub, il contratto futures sul gas naturale statunitense. Le riserve europee di gas naturale rimangono basse a causa della lentezza delle forniture russe. La minaccia di un'escalation militare pone in questo caso ulteriori rischi».

Arrivare a una "petrolizzazione" del gas non sarà però privo di conseguenze. La più importante è enunciata con una notevole chiarezza da Lorenzo Portelli di Amundi: «Nel breve periodo, dovremo abituarci a una maggiore volatilità nel mercato del gas, che storicamente è sempre risultato meno volatile del petrolio. Paradossalmente quest'ultimo potrebbe risultare meno sotto pressione nei prossimi mesi, perché l'offerta di greggio è al momento considerata più elastica di quella del gas e quindi più in grado di adeguarsi a incrementi nella domanda».

In pratica siamo entrati nell'era della volatilità estrema del gas naturale; forse alla fine di tutto si arriverà a una certa uniformità di corsi e stabilità delle forniture a livello globale, ma nel frattempo tanti punti di domanda e corsi alle stelle.

064954

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

Amundi