

ENERGIA

Più domanda che offerta, per qualsiasi fonte



Yamal, il campo russo da cui arriva il gas per l'Europa

Dal 24 febbraio i mercati hanno attraversato tre fasi. La prima è stata quella della sorpresa e dell'orrore. L'incalzare incessante di pessime notizie politiche e militari e la percezione di un rischio di malfunzionamento o addirittura interruzione dei flussi globali non solo finanziari (come era stato nel 2008) ma anche commerciali e produttivi hanno indotto a chiudere a qualsiasi prezzo le posizioni lunghe sull'azionario e quelle corte su bond e materie prime.

Come sempre in questi casi, le componenti speculative e opportuniste del mercato hanno soffiato sul fuoco, sparando alla schiena, come ha detto Harris Kupperman, su chi stava scappando. Ancora di più, a spiegare l'ampiezza dei movimenti di mercato, hanno tuttavia concorso i modelli di gestione del rischio (che come sempre esasperano le oscillazioni) e l'aumento dei margini sui derivati richiesti da borse e banche.

La seconda fase è iniziata quando chi doveva farsi male nella prima fase ha finito di farsi male chiudendo le posizioni. L'apparire di qualche spiraglio nelle trattative tra Russia e Ucraina e la percezione che il mondo avrebbe potuto faticosamente adattarsi e sopravvivere al grande disordine hanno rovesciato il quadro. Le sanzioni, per quanto sempre più dure, sono apparse in qualche modo aggirabili e non mirate al bersaglio grosso, il gas russo. Il conflitto in Ucraina è sembrato avere delle linee rosse invalicabili (no fly zone, armi chimiche, aerei Nato). La trattativa tra Russia e Ucraina è sembrata entrare nel cuore delle questioni. Misure di contenimento dei danni all'economia sono state annunciate in Europa e in Cina. Dove non sono state annunciate sono state comunque ipotizzate dai mercati, in particolare sul fronte monetario, dove si è immaginato un rallentamento del processo di normalizzazione.

La seconda fase ha quindi visto un rimbalzo dell'azionario e una discesa dei bond e delle materie prime. A dare altra forza al recupero azionario globale ha contribuito naturalmente anche la svolta pro mercato delle autorità cinesi.

Ora si apre una terza fase di sintesi in cui i mercati, grazie al posizionamento più equilibrato, cercano finalmente di prezzare il nuovo mondo in cui siamo entrati senza guardarlo con le lenti nere della prima fase o le lenti rosa della seconda. È un'operazione complessa, perché i danni sono ramificati e non sono ancora emersi tutti, perché Russia e Ucraina da una parte trattano seriamente ma dall'altra si preparano anche all'ipotesi di uno scontro più duro e prolungato e infine perché la terza fase coincide con l'inizio ufficiale della normalizzazione monetaria americana, che parte con intenzioni più battaglierie di quelle che il mercato aveva preso a immaginare.



Yanbu. Gelida la risposta saudita alla richiesta di estrarre più greggio

Dall'altro lato, quello positivo, dalla nebbia del quadro generale emerge che gli Stati Uniti manterranno quest'anno una crescita superiore al tendenziale, anche se ormai di poco, mentre la Cina si impegna ad avvicinarsi a una crescita del 5.5 per cento. Più precario, ma non recessivo (se non per uno-due trimestri), l'andamento europeo.

Un altro tema portante che emerge nel nuovo mondo è quello dell'energia. Sono molti i fattori che fanno pensare a un permanere strutturale di uno sbilanciamento tra domanda e offerta, con la prima più forte della seconda almeno fino alla prossima recessione.

Questa fase di squilibrio richiede l'apporto di tutte le fonti reperibili, tanto fossili quanto rinnovabili. Non importa che la narrazione sia che le rinnovabili stanno mostrando i loro limiti, quantomeno nel breve termine, oppure che l'uso accelerato delle fossili sia la strada per sopravvivere e arrivare prima a un utilizzo più ampio delle rinnovabili.

Quello che importa è che la Russia ha spodestato i cambiamenti climatici come priorità di breve e che dalla Russia nei prossimi anni uscirà comunque meno energia. Il petrolio russo respinto dai paesi occidentali troverà, debitamente scontato, compratori nel resto del mondo, ma la produzione russa, privata della tecnologia occidentale, scenderà. L'esempio del Venezuela, che a partire dalla cacciata delle compagnie americane ha visto crollare la sua produzione, è illuminante. Anche se la Russia è meglio attrezzata del Venezuela, il contraccolpo si farà comunque sentire.



Impianto fotovoltaico in Cina

L'atteggiamento apertamente filoiraniano dell'amministrazione Biden complicherà ulteriormente i problemi dell'offerta. Se da una parte si potranno recuperare un milione di barili iraniani, dall'altra si gelerà



completamente la disponibilità di sauditi ed emiratini, nemici dell'Iran, a estrarre i barili in più (da due a tre milioni) che potrebbero produrre in tempi brevi.

Quanto all'apporto aggiuntivo di produzione petrolifera americana, non c'è da contarci troppo. Le compagnie hanno infatti interiorizzato un modello di business in cui, a differenza di quello che è sempre prevalso, si investe poco e si massimizza il cash flow.



Idrogeno a Fukushima

C'è poi da considerare che i paesi occidentali, se da una parte continueranno a frenare l'offerta di fossili con le politiche ESG, dall'altra ne sosterranno la domanda con sussidi ai consumatori. Il caso più clamoroso è quello della California, da trent'anni capofila globale della transizione energetica, che si appresta a varare un sussidio di 400 dollari per chi usa automobili a benzina.

La stessa dinamica di restrizione dell'offerta per le sanzioni alla Russia e di aumento della domanda, già visibile da qualche mese, si sta verificando sull'uranio. Ai massimi anche il prezzo del carbone.

In questo contesto ecumenico, anche le fonti rinnovabili riceveranno una spinta ulteriore attraverso investimenti e sussidi dei governi e politiche ESG della finanza. Il problema, qui, è che tra decisione ed entrata in funzione di un impianto eolico o fotovoltaico c'è un lead time misurabile in anni, più che in mesi, che dovrà essere accompagnato da energie fossili.

Gli investitori avranno dunque l'imbarazzo della scelta tra le fonti energetiche almeno, ripetiamo, fino alla prossima recessione globale. Anche se per ipotesi dovesse scoppiare la pace tra Russia e Ucraina, la scelta di autosufficienza energetica continuerebbe infatti a orientare i paesi occidentali verso l'emancipazione dalla produzione russa. L'unico investimento energetico che nel nuovo contesto potrebbe risultare strutturalmente un po' meno attraente di come si pensava è quello dei crediti di carbonio. I governi, per non perdere interi settori produttivi energivori già sotto stress, potrebbero infatti rallentare l'introduzione di standard energetici più stringenti.

La fase che si apre sarà più lunga e meno volatile delle due precedenti. Chi è stato così bravo e coraggioso da comprare sui minimi potrà alleggerire. Per tutti sarà una fase in cui verificare che i titoli in portafoglio siano adatti al nuovo mondo di tassi in rialzo e crescita in rallentamento. Bilanci solidi, capacità di fare utili e bassi multipli saranno i criteri da seguire nella scelta.

Alessandro Fugnoli
+39 02 777 181





Disclaimer

Gruppo Kairos. Via San Prospero 2, 20121 Milano.

Tutte le opinioni espresse sono basate sulle valutazioni e sulla strategia di Kairos Partners SGR S.p.A. (“Kairos”) alla data di redazione e sono suscettibili di variazione senza preavviso o successiva comunicazione.

Le informazioni e le opinioni qui riportate non costituiscono un’offerta al pubblico, né una raccomandazione personalizzata, non hanno natura contrattuale, non sono redatte ai sensi di una disposizione legislativa e non sono sufficienti per prendere una decisione di investimento. Le informazioni e i dati sono ritenuti corretti, completi e accurati. Tuttavia, Kairos non rilascia alcuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, sull’accuratezza, completezza o correttezza dei dati e delle informazioni e, laddove questi siano stati elaborati o derivino da terzi, non si assume alcuna responsabilità per l’accuratezza, la completezza, correttezza o adeguatezza di tali dati e informazioni, sebbene utilizzi fonti che ritiene affidabili. I dati, le informazioni e le opinioni, se non altrimenti indicato, sono da intendersi aggiornati alla data di redazione, e possono essere soggetti a variazione senza preavviso né successiva comunicazione. Eventuali citazioni, riassunti o riproduzioni di informazioni, dati e opinioni qui fornite da Kairos non devono alterarne il significato originario, non possono essere utilizzati per fini commerciali e devono citare la fonte (Kairos Partners SGR S.p.A.) e il sito web www.kairospartners.com. La citazione, riproduzione e comunque l’utilizzo di dati e informazioni di fonti terze deve avvenire, se consentito, nel pieno rispetto dei diritti dei relativi titolari.