

Il prezzo del gas e la tempesta perfetta

SQUILIBRIO TRA DOMANDA E OFFERTA, EFFETTI DELLA GUERRA RUSSO-UCRAINA, CONTRATTI A TERMINE E DERIVATI, OPERAZIONI SPECULATIVE: VI È TRA QUESTE LA CAUSA SCATENANTE CHE HA FATTO CRESCERE IL PREZZO DEL GAS NATURALE IN EUROPA O LA RAGIONE VA CERCATA ALTROVE?

📍 mercati / geopolitica

di Roberto Bernante e Marco Borgarello, RSE



Dalla metà del 2021 in Europa, e in Italia in particolare, si è assistito a un sensibile aumento del prezzo del gas naturale che ha significativamente messo in crisi la competitività del sistema produttivo e ha inciso drammaticamente sui bilanci delle famiglie.

Sul tema si sono avviate molte discussioni per comprendere le ragioni e le dinamiche del fenomeno e gli osservatori hanno individuato una serie di possibili cause che fanno leva sullo squilibrio tra domanda e offerta, sugli effetti della guerra russo-ucraina, sul tema dei derivati e sulle operazioni speculative.

Ma sono proprio queste le cause scatenanti che – trovando terreno fertile nell'attuale difficile situazione congiunturale economica e geopolitica – hanno significativamente messo in moto una serie di situazioni e di effetti che complessivamente hanno agito nella direzione di creare quello che in termini finanziari potrebbe essere definita una *tempesta perfetta*? Proviamo a ragionare insieme, esaminandole.

La prima causa, ossia uno squilibrio marcato tra domanda e offerta di gas naturale, è assolutamente plausibile, anche in con-

siderazione del fatto che a partire dalla metà del 2021 l'Europa tutta, e l'Italia in particolare, usciva dal periodo pandemico con una concomitante ripresa economica. Le informazioni disponibili sembrano, tuttavia, confermare che non si siano verificati *buchi* di offerta tali da determinare la drastica salita del prezzo del gas, cui si è assistito.

La seconda causa potrebbe essere ascrivibile alla guerra russo-ucraina, intesa come evento che, a prescindere da qualsivoglia considerazione di natura geopolitica, ha introdotto un rischio fornitura e, quindi, un conseguente premio di rischio che la teoria finanziaria riconosce all'evento. Tuttavia, anche questa seconda possibile causa non ha fondamenti oggettivi, in quanto la guerra, come noto, è iniziata nel febbraio 2022, successivamente alle dinamiche di crescita dei prezzi già osservate nel 2021.

Additare poi i derivati come causa sembra una tesi alquanto generica e riduttiva. È pur vero che la massiccia negoziazione di contratti a termine (*futures, forward* e contratti di opzione) che spesso rappresentano un mercato cartaceo dai volumi e dimensioni molto più rilevanti di quello fisico sottostante, può esercitare un effetto; ma nello specifico caso potrebbe essere stato addirittura benefico nel calmierare i prezzi, attraverso operazioni di copertura quanto mai necessarie in presenza di marcata volatilità dei prezzi stessi.

L'ultima causa che viene infine citata come responsabile principale dell'aumento dei prezzi del gas naturale è la speculazione; questa motivazione è ampiamente sostenuta. Sicuramente ha giocato un ruolo fondamentale nella salita dei prezzi, ma occorre ricordare che le operazioni speculative si traducono in assunzioni di massicce

Gli accordi internazionali sul clima – che stabiliscono limiti alle emissioni da combustibili fossili – hanno fatto crollare gli investimenti connessi alla ricerca di nuovi giacimenti e a una conseguente diversificazione delle fonti di approvvigionamento, del gas in particolare



Jens Ferdinand Willumsen, *After the Tempest*, olio su tela, 1905

posizioni di rischio a favore del mercato, operazioni che generalmente vengono chiuse in tempi relativamente brevi. Non vi è evidenza che la speculazione abbia rappresentato la causa iniziale e scatenante della salita dei prezzi.

Le considerazioni sin qui fatte sembrano dunque individuare le varie cause non già come le scatenanti, ma piuttosto concause, ovvero situazioni che hanno contribuito ad aggravare e accrescere una criticità già emersa.

La ragione scatenante va dunque cercata altrove.

Occorre, a questo punto, fare alcune considerazioni generali. La prima è legata alla profonda e complessa interconnessione che caratterizza la rete gas europea.

La seconda, da tenere ben pre-

sente, fa riferimento agli accordi internazionali sul clima che da diversi anni (almeno dalla COP21 del 2015) stabiliscono limiti alle emissioni da combustibili fossili, con la conseguenza di far crollare gli investimenti connessi alla ricerca di nuovi giacimenti che possano comunque rappresentare una diversificazione delle attuali fonti di approvvigionamento, del gas in particolare. Contemporaneamente si è verificato un aumento degli investimenti nelle rinnovabili, ma non tale da tradursi in una sostituzione immediata della fonte fossile con quella rinnovabile.

Pertanto, qualunque intervento che alteri, sia a livello di fornitura sia anche semplicemente a livello normativo nazionale, il regime di operatività della rete europea nel

suo complesso, può in teoria tradursi in alterazioni e ricadute sul funzionamento delle singole reti nazionali interconnesse e sui livelli di prezzo del gas.

Una ultima considerazione, forse la più rilevante, riguarda il tema degli stoccaggi di gas naturale. Come noto, gli stoccaggi hanno una funzione importantissima nell'operatività e nel funzionamento del mercato e della rete gas nel suo complesso. Rivestono un ruolo fondamentale nello stabilizzare i prezzi e attutirne la volatilità, aspetto che si rivela particolarmente utile laddove vengano sottoscritti dagli operatori contratti di copertura finanziaria del rischio prezzo, il cui costo è proporzionale proprio alla volatilità del sottostante.

Ciò premesso, se si esamina la situazione degli stoccaggi nella primavera del 2021 (maggio-giugno), cioè ben prima dello scoppio della guerra (febbraio 2022), si può facilmente osservare come i livelli complessivi in Europa fossero più bassi rispetto agli anni precedenti: circa un 30 per cento di stoccaggio gas contro un valore di circa il 60 per cento degli anni precedenti nello stesso periodo. Questa situazione è dipesa anche da un consumo di gas superiore alla media, sia per le conseguenze di un periodo molto freddo, sia per soddisfare le prime avvisaglie della frenetica ripresa economica post pandemia. La situazione è perdurata sino al periodo estivo del 2021, che viene tradizionalmente dedicato al riempimento degli stoccaggi, anche a costo di subire un fisiologico e moderato rialzo dei prezzi spot sul mercato.

E quando dunque, nell'agosto 2021, si sarebbe dovuto procedere al riempimento, in piena uscita dalla pandemia e in presenza quindi di un'economia in forte crescita, entra in gioco l'attore

principale della complessa situazione, ossia Gazprom: la società privata – all’epoca quotata – sebbene fosse di fatto controllata dal Governo della Federazione Russa, annoverava tra i suoi azionisti anche soggetti europei (Tabella 1).

Nell’estate del 2021 Gazprom modifica completamente la propria strategia commerciale: anziché salvaguardare la propria quota di mercato, anche a costo di sopportare discese di prezzo, si orienta verso una linea finalizzata al sostentamento dei prezzi, anche a rischio di perdere quote di mercato. Si tratta di una decisione assolutamente legittima, che non viola in alcun modo i contratti di fornitura in essere ma, a posteriori, fa sorgere qualche dubbio sul *timing* di questa scelta in relazione agli eventi di natura geopolitica che si sono verificati in seguito. Sicuramente, però, questa mossa può considerarsi come l’evento scatenante della salita del prezzo del gas. Anche perché nell’immediato Gazprom, anziché indirizzare il gas naturale verso gli stoccaggi europei – come puntualmente avvenuto negli anni precedenti – lo dirotta invece verso i propri siti di stoccaggio.

Come già accennato, la società russa adotta le proprie scelte nel



rispetto dei contratti di fornitura in essere, generalmente strutturati in una quota fissa caratterizzata da una clausola *take or pay* e in una quota flessibile che non vincola rigidamente le controparti.

Ed è proprio sulla quota flessibile che Gazprom costruisce la propria strategia e nel terzo trimestre del 2021 consegna solo i volumi che è obbligata a fornire per

contratto (la parte fissa), con gravi conseguenze in termini di riempimento degli stoccaggi europei.

A seguito di questa politica commerciale, ecco che allora entrano in gioco prepotentemente tutte le concause elencate in precedenza e il prezzo del gas naturale comincia a salire, esibendo un solido trend rialzista (Figura 1).

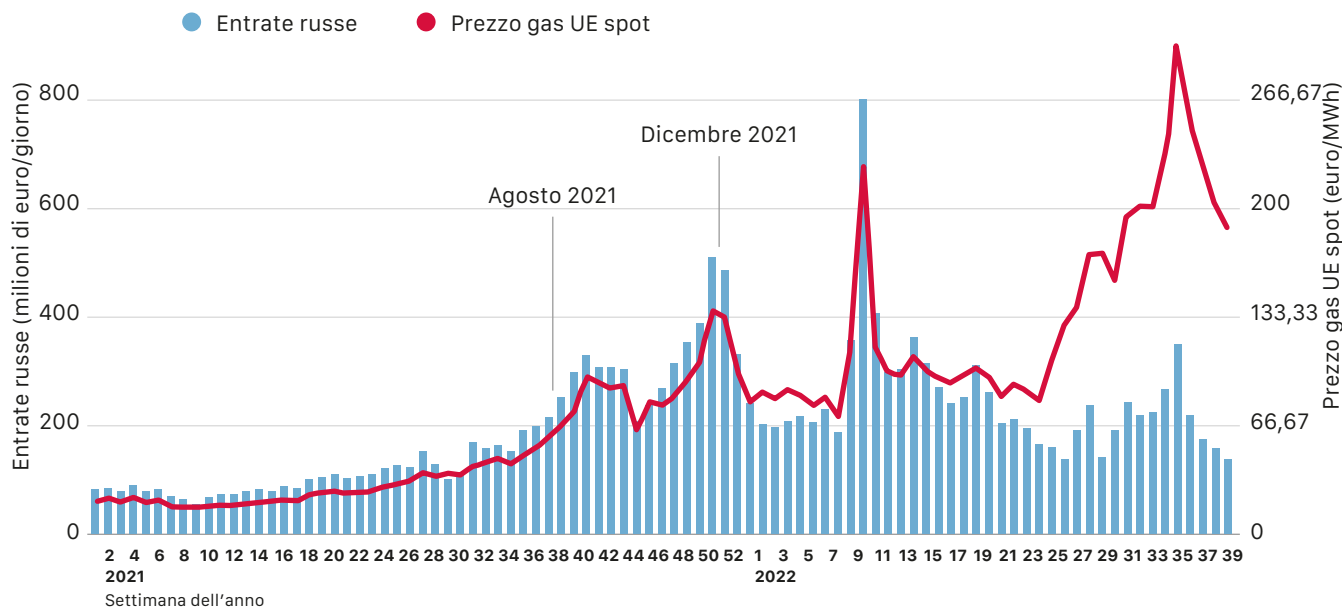
A posteriori occorre riconosce-

Tabella 1 Principali azionisti di Gazprom (2021)

	azioni	%
Government of Russia	11.891.205.045	50,20
Norges Bank Investment Management	202.744.237	0,86
Capital Research & Management Co. (World Investors)	100.682.848	0,85
Capital International Ltd.	65.777.358	0,56
Public Joint Stock Company Gazprom	28 956 006	0,12
The Vanguard Group, Inc.	28 235 428	0,12
The Caisse de dépôt et placement du Québec	27 223 612	0,11
BlackRock Advisors (UK) Ltd.	21 505 630	0,091
Amundi Asset Management SA (Investment Management)	20 809 518	0,088
Northern Trust Investments, Inc. (Investment Management)	19 634 590	0,083

Figura 1 Prezzi del gas ed entrate russe

Fonte: elaborazioni ISPI su dati Snam, ENTSOG, GIE, ICE



re che il *timing* scelto da Gazprom è stato indiscutibilmente efficace, anche perché la forte e contemporanea ripresa economica post pandemia si è manifestata nella maggior parte dei Paesi industrializzati, che a loro volta avevano saturato le risorse energetiche disponibili (tipicamente il Gnl).

Gli eventi geopolitici successivi allo scoppio della guerra hanno poi sconvolto gli equilibri energetici europei e i singoli Stati membri hanno individuato risposte politiche, non sempre unitarie, per fare fronte alla progressiva riduzione delle importazioni di gas dalla Russia (Figura 2).

Rispetto alla crisi del prezzo del gas, si è poi avviato il dibattito sulle possibili risposte europee in merito alla necessità di individuare meccanismi che consentissero di ridurre la volatilità dei prezzi, responsabile del livello di costo delle operazioni di copertura finanziaria assunte dalle utility, e alla necessità di adottare differenti riferi-

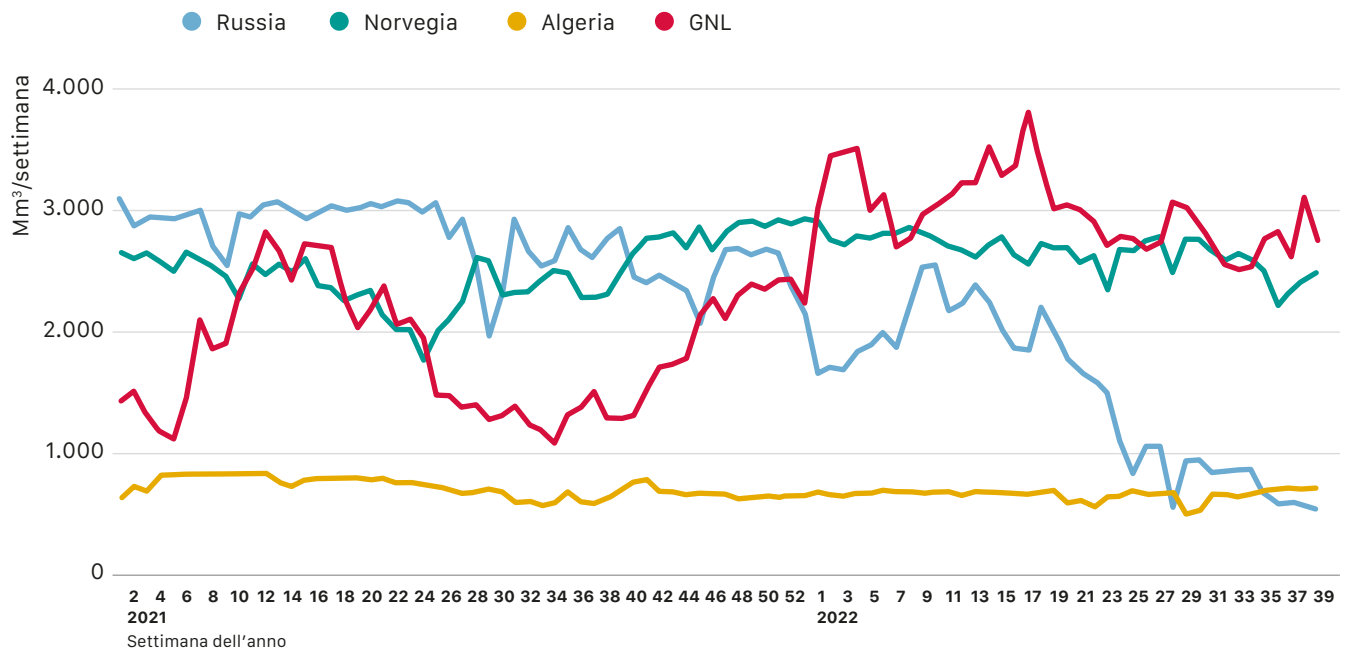
menti di prezzo rispetto all'indice del mercato TTF (Title Transfer Facility). Il TTF è un mercato di riferimento per lo scambio del gas naturale tra i più grandi e liquidi dell'Europa continentale. Situato nei Paesi Bassi, grazie alla localizzazione centrale permette un trasferimento del gas tra i mercati di Norvegia, Germania, Francia, Italia e Gran Bretagna. Contemporaneamente si è poi avviato un acceso dibattito sulla opportunità di introdurre un meccanismo di *price cap* per calmierare i prezzi. La discussione è tuttora in corso e le posizioni dei singoli Stati membri spesso si discostano fra loro.

Ai 15 Paesi inizialmente favorevoli (Belgio, Bulgaria, Croazia, Francia, Grecia, Italia, Lettonia, Lituania, Malta, Polonia, Portogallo, Romania, Slovacchia, Slovenia e Spagna) si contrappongono Germania, Paesi Bassi e Danimarca, secondo cui un tetto ai prezzi potrebbe mettere a rischio la sicurezza degli approvvigionamenti, compromettendo la capacità dell'UE di ricevere le forniture di gas per l'inverno. L'orientamento attuale sembra essere quello di introdurre un *price cap* dinamico basato sostanzialmente su un corridoio di variazione dei prezzi (attorno a 180 euro/MWh) che

La situazione degli stoccaggi in Europa nella primavera del 2021, cioè ben prima dello scoppio della guerra, mostrava livelli complessivi più bassi rispetto agli anni precedenti: circa un 30 per cento contro un valore di circa il 60 per cento degli anni precedenti

Figura 2 Importazioni settimanali di gas nella UE-27

Fonte: ISPI



interverrebbe solo in caso di raggiungimento e mantenimento di una soglia molto elevata di prezzo (270 euro/MWh) per un periodo di almeno due settimane. Ma anche su questa proposta il fronte dei Paesi contrari sembra aumentare.

Tra le misure di emergenza proposte dalla Commissione vi è poi l'idea di acquisti congiunti di gas naturale, ossia un meccanismo di solidarietà per evitare forti disparità nell'offerta in tutto il blocco, oltre ai prelievi sui cosiddetti extra-profitti delle società energetiche.

A livello nazionale è proprio su quest'ultimo punto che si sta muovendo il Governo: un prelievo percentuale sul fatturato (per il 2022) o sugli utili (per il 2023) delle società energetiche. Tuttavia, è da riscontrare come in vista della conversione dei decreti vi siano opinioni autorevoli che avanzano ipotesi di incostituzionalità su tale operazione che comunque, a parità

di gettito, andrebbe forse rinomina dandone una accezione di contributo di solidarietà anziché di tassazione di extra-profitti.

Stante le regole attuali, è da rilevare, infine, come l'effetto del prezzo del gas si propaghi anche su altri ambiti, quali ad esempio quello di determinazione dei prezzi dell'elettricità che in Europa vengono fissati applicando il meccanismo del prezzo marginale che, nel caso della produzione elettrica italiana, è sulla base del prezzo del gas. Perché le rinnovabili possano allora determinare il prezzo dell'energia elettrica, tali fonti dovrebbero

essere in grado di saturare il mercato, ovvero realisticamente quando la domanda di energia fosse di fatto relativamente bassa.

Ciò premesso, come se non bastasse, nuovi guai si intravedono all'orizzonte: i contratti sul Brent, infatti, sono saliti in modo deciso dopo che l'OPEC+ ha varato un netto taglio alla produzione, il maggiore dal 2020, provocando un duro scontro con l'Occidente ma motivando l'operazione con la richiesta di un premio per il rischio legato alla sicurezza delle forniture. Non poteva esserci momento peggiore per questa corsa del

Come se non bastasse, nuovi guai si intravedono all'orizzonte: i contratti sul Brent sono saliti in modo deciso dopo che l'OPEC+ ha varato un netto taglio alla produzione. Non poteva esserci momento peggiore per questa corsa del greggio

Tabella 2 Variazione dei prezzi energetici 2022-2019 (T1-T3)

Fonte: Istat

Variabile	Variazione % media 2019-2022 (T1-T3)	Fonte
Produzione, trasmissione, distribuzione di elettricità	+131,5	Istat
Produzione di gas, distribuzione di combustibili gassosi	+182,5	Istat
Gas naturale (liquefatto e gassoso)	+775,9	World Bank
Benzina	+20	Mise
Gasolio auto	+23,9	Mise
Gasolio riscaldamento	+36	Mise
Gpl	+29,5	Mise
Olio combustibile fluido BTZ	+33,4	Mise

greggio. I mercati stanno infatti già prezzando una recessione nelle principali economie europee e un netto aumento dei prezzi dell'energia non potrà che peggiorare il quadro dell'inflazione e di conseguenza dei tassi di interesse, strumento classico per gestire le pressioni inflazionistiche. Siamo quindi di fronte ad una vera e propria tempesta perfetta.

In conclusione, dunque, l'evoluzione dei prezzi delle commodity

energetiche, in primo luogo del gas naturale, ha profondamente colpito le economie dei Paesi europei che, anche per effetto delle conseguenti pressioni inflazionistiche, si sono ritrovati nella situazione di ridiscutere e – laddove possibile – riorganizzare in tempi ristretti le caratteristiche e i meccanismi di mercato che governano la formazione dei prezzi stessi. Come già sottolineato, non sempre le risposte degli Stati europei sono state unitarie.

Sono varie le concause che hanno sicuramente contribuito alla salita dei prezzi e un esame oggettivo dell'evoluzione della situazione non può che essere parziale e incompleto, anche perché gli aspetti di natura geopolitica sottostanti sono particolarmente complessi da focalizzare. Le previsioni sul futuro andamento dei prezzi del gas naturale sono quindi alquanto incerte, anche perché legate al successo dell'azione di diversificazione delle forniture che vede impegnati i vari Stati europei. Ciò che ci si può verosimilmente aspettare è che alla luce della maggiore attenzione alla gestione degli stoccaggi, si assisterà ad una progressiva discesa della volatilità dei prezzi, con ricadute positive sulla possibilità di mettere a punto, da parte degli operatori di mercato, efficaci strategie di copertura del rischio.

A tal proposito, ciò che si può indiscutibilmente sostenere è che, dopo anni o forse decenni di relativa sicurezza nelle forniture, si è prepotentemente risvegliato ciò che potremmo chiamare il *convitato di pietra*, ossia il rischio. Declinato, come insegnano i testi di finanza, in tutte le sue manifestazioni classiche: rischio prezzo, rischio fornitura e, da ultimo, rischio credito. ■



Il sistema del gas naturale in Europa

Fonte: Snam (aggiornamento gennaio 2022)



Impianti di liquefazione esistenti



Terminali di rigassificazione esistenti



Campi in attività



Stoccaggi esistenti

Gasdotti in funzione

40" < D ≤ 56"

24" < D ≤ 40"

D ≤ 24"

