

## Gas&power: ulteriore potenziale di ribasso nel breve, potenziale di rialzo nel lungo

Daniela Corsini, CFA

Senior Economist

Rates, FX & Commodities Research

8 marzo 2023

# Il TTF è finalmente tornato in un range di 40-50 Eur/MWh

Prezzi del gas naturale in USD/MMBtu: TTF in Europa, JKM LNG in Asia e Henry Hub negli USA

I prezzi del TTF hanno subito un brusco calo di quasi l'87% dal picco di agosto:

1. **Adeguati flussi di importazione di gas e LNG;**

2. **Riduzione dei consumi** da parte dell'industria e delle famiglie per i prezzi elevati; un **inverno eccezionalmente caldo** ha ridotto la domanda per riscaldamento;

3. **Aumento della produzione di energia nucleare** in Francia, ora esportatrice netta di energia;

4. **Scarsa concorrenza con l'Asia sui mercati del LNG;**

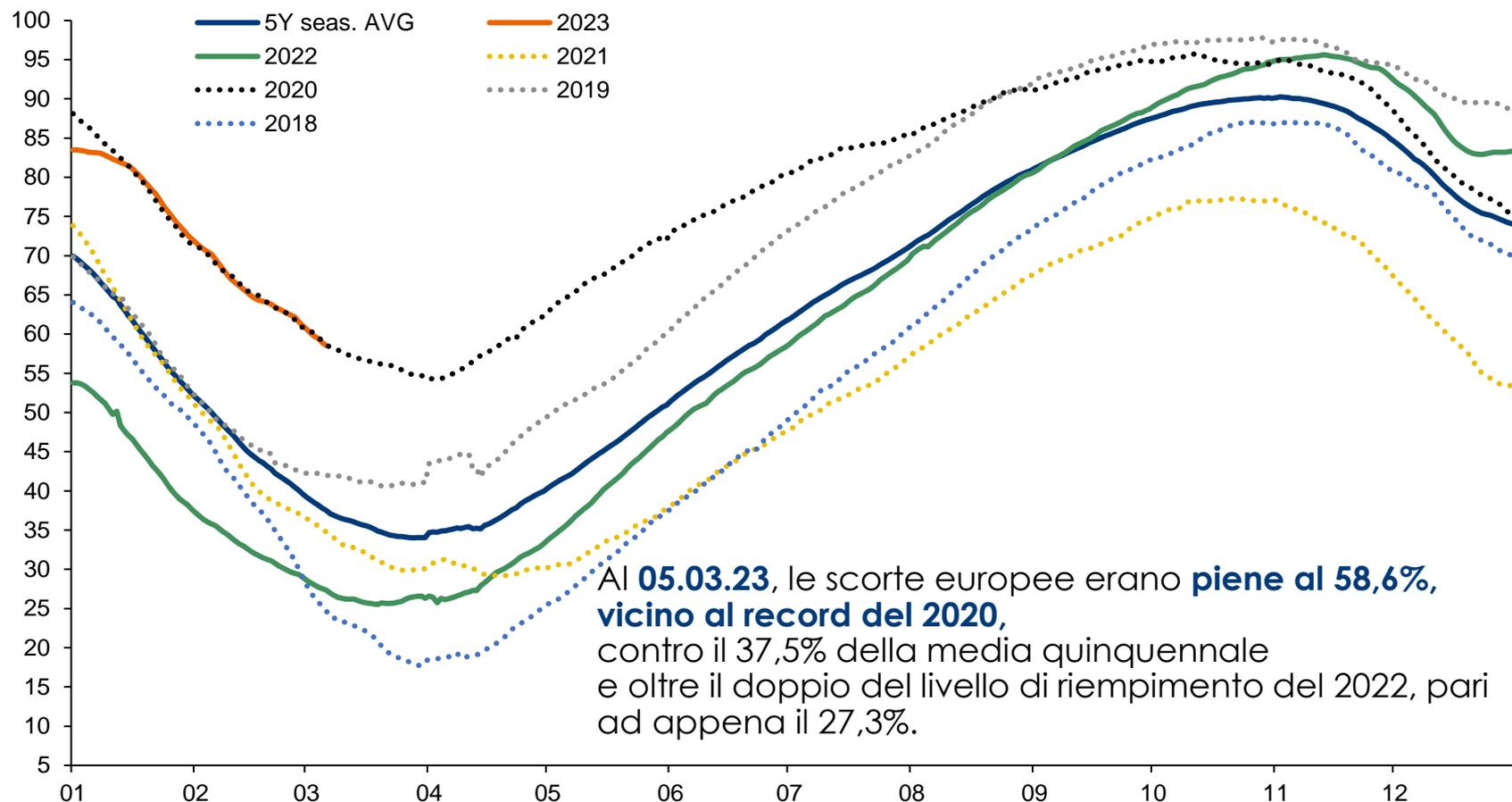
5. **Pertanto, limitata erosione delle scorte di gas europee**, vicine al record stagionale.



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

# In Europa, scorte di gas vicine a livelli record

## Gas Infrastructure Europe (GIE), scorte di gas in UE28, % di riempimento



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

# I livelli di stoccaggio sono fondamentali: i prezzi del gas saranno influenzati dalla dinamica delle scorte

L'Europa potrebbe iniziare la stagione dell'iniezione con stoccaggi pieni al 50-55%, facilitando il riaccumulo in vista dell'inverno.

- **In condizioni medie o favorevoli**, l'Europa potrebbe iniziare il prossimo inverno con stoccaggi pieni al **100%**.
- **In condizioni sfavorevoli**, l'Europa **non** riempirà **a sufficienza** i propri depositi, raggiungendo un picco di riempimento dell'**80%**, non lontano dal minimo storico del 2021 (77%).

## Rischi principali:

- **I rischi meteorologici** (incl. temperature, precipitazioni, velocità del vento, irradiazione solare...) influenzano profondamente la domanda di gas ed energia, ma anche la produzione di energia da altre fonti;
- **incertezza sulla** generazione da **nucleare** e **rinnovabile**, crisi della **generazione idroelettrica** per la siccità in Italia e Francia;
- **incertezza sui** flussi da gasdotti (soprattutto dalla Russia), sui **flussi di LNG**, sul riavvio del terminale di esportazione di LNG di Freeport, sulla **concorrenza con l'Asia**;
- **IL TAGLIO DEI CONSUMI DEVE CONTINUARE.**

Livello di stoccaggio previsto al	Se gli afflussi e i deflussi dai depositi di gas europei seguissero...		
	...la MEDIA a 5 anni	...l'anno MENO FAVOREVOLE	...l'anno PIÙ FAVOREVOLE
<b>31/01/2023</b>	72.1	72.1	72.1
<b>28/02/2023</b>	61.1	61.1	61.1
<b>31/03/2023</b>	<b>55.5</b>	<b>50.4</b>	<b>59.7</b>
<b>30/04/2023</b>	61.5	50.4	67.8
<b>31/05/2023</b>	72.4	58.1	80.0
<b>30/06/2023</b>	83.1	66.5	92.9
<b>31/07/2023</b>	92.5	71.5	<b>100.0</b>
<b>31/08/2023</b>	<b>100.0</b>	77.5	<b>100.0</b>
<b>30/09/2023</b>	<b>100.0</b>	80.9	<b>100.0</b>
<b>31/10/2023</b>	<b>100.0</b>	80.5	<b>100.0</b>
<b>30/11/2023</b>	94.8	71.2	96.9
<b>31/12/2023</b>	83.9	55.5	91.1

Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, previsioni Intesa Sanpaolo

# Ulteriore potenziale di ribasso nel breve termine, potenziale di rialzo nel lungo termine

**A breve termine:** ulteriore potenziale di ribasso per i prezzi del gas in Europa, che dovrebbero stabilizzarsi **in una fascia di 35-45 EUR/MWh**.

- A nostro avviso, **prezzi inferiori a 30 euro/MWh non sono coerenti** con i cambiamenti strutturali avvenuti negli ultimi due anni per offerta e domanda: La Russia ha perso definitivamente parte della sua capacità di esportazione; la domanda di LNG aumenterà inesorabilmente grazie agli sforzi di decarbonizzazione sia nei Paesi sviluppati che in quelli emergenti.
- **23 EUR/MWh è probabilmente il minimo supporto ragionevole:** i prezzi del gas in Europa non dovrebbero ritornare alla media pre-crisi di 17,5 EUR/MWh.

**Nel 2H23,** prevalgono **i rischi di rialzo** a causa di:

- **Rischi alle forniture** (ad es. manutenzioni onerose, sabotaggi, interruzione dei flussi russi);
- **Concorrenza con l'Asia sui mercati del LNG** con la riapertura della Cina e il riaccumulo di scorte in Asia settentrionale;
- **Rischi climatici:** ipotizziamo un ritorno a condizioni climatiche medie, ma il rischio di condizioni climatiche sfavorevoli (temperature più calde, siccità) è significativo;
- Minaccia di scarsità o inaffidabilità **della produzione di energia nucleare e rinnovabile.** Gravi preoccupazioni legate alla **crisi di generazione di energia idroelettrica** in seguito all'eccezionale siccità in Italia e Francia.
- Minaccia di **ripresa della domanda aggregata di gas. Se l'Europa abbandona gli attuali tagli alla domanda** e i consumi aumentano, trainati da una ripresa della produzione industriale e soprattutto delle attività ad alta intensità energetica, **il processo di riempimento sarà più difficile e i prezzi aumenteranno di conseguenza.**

# TTF 1m in EUR/MWh: la fascia 35-45 EUR è ora un buon supporto



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, previsioni Intesa Sanpaolo

# Diversi scenari per descrivere l'incertezza sugli sviluppi futuri di variabili chiave <sup>6</sup>

TTF GAS NATURALE 1m, EUR/MWh	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	2024	2025
Scenario di base	50	45	55	60	52.5	48	40
Scenario peggiore	80	105	135	160	120	100	80
Scenario migliore	40	28	35	40	36	30	25

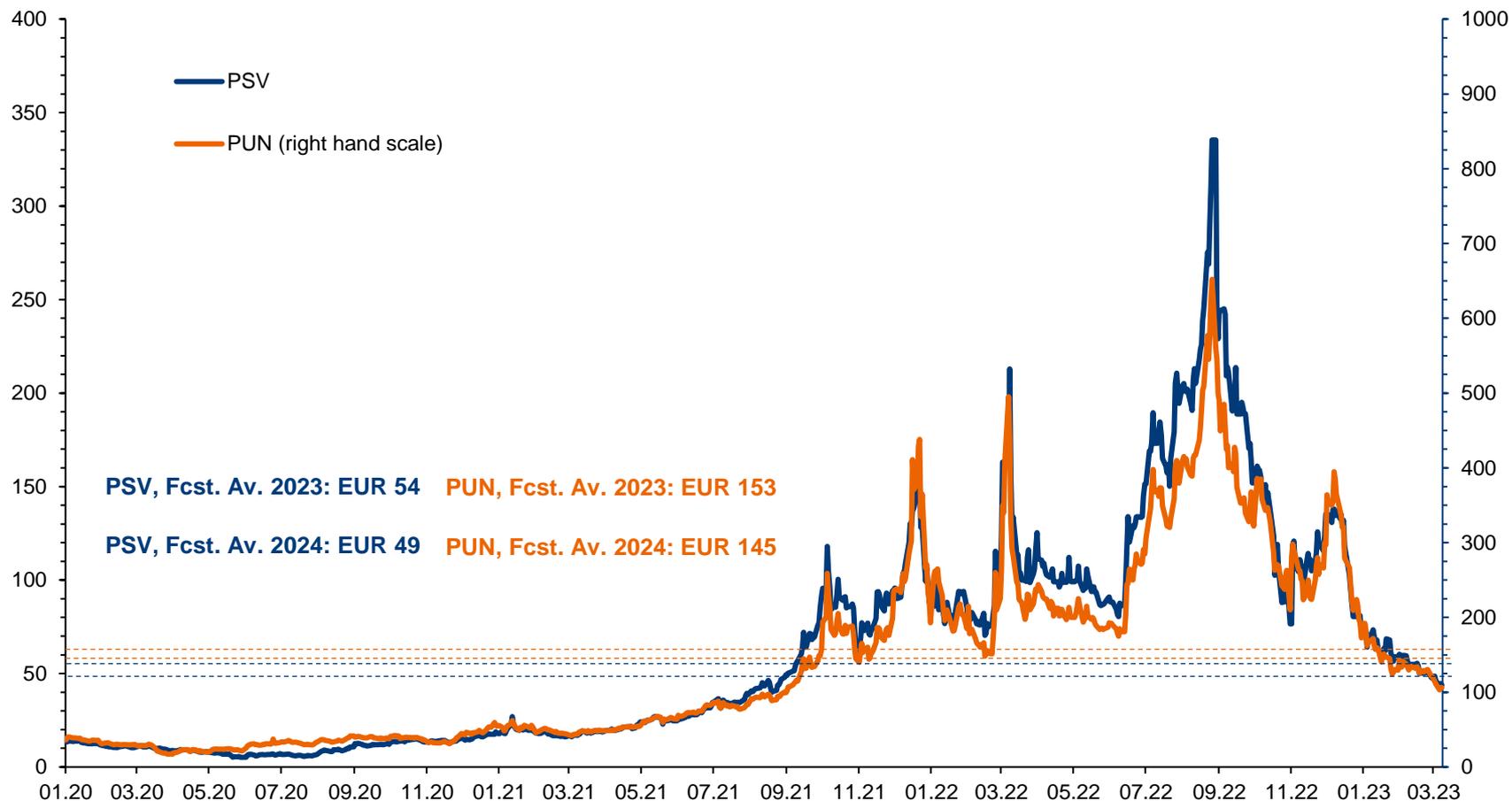
In tutti gli scenari vediamo una **tensione sui prezzi nel 2H23 e soprattutto durante l'inverno 2023/24** a causa di:

- **Rischi meteorologici;**
- **Incertezza sui flussi di fornitura;**
- Probabile **ripresa della produzione industriale.**

**In nessuno scenario i prezzi tornano alla media 2015-2019 di 17,5 EUR/MWh** per la strutturale sostituzione di gas via gasdotto dalla Russia con LNG via nave, principalmente dagli Stati Uniti.

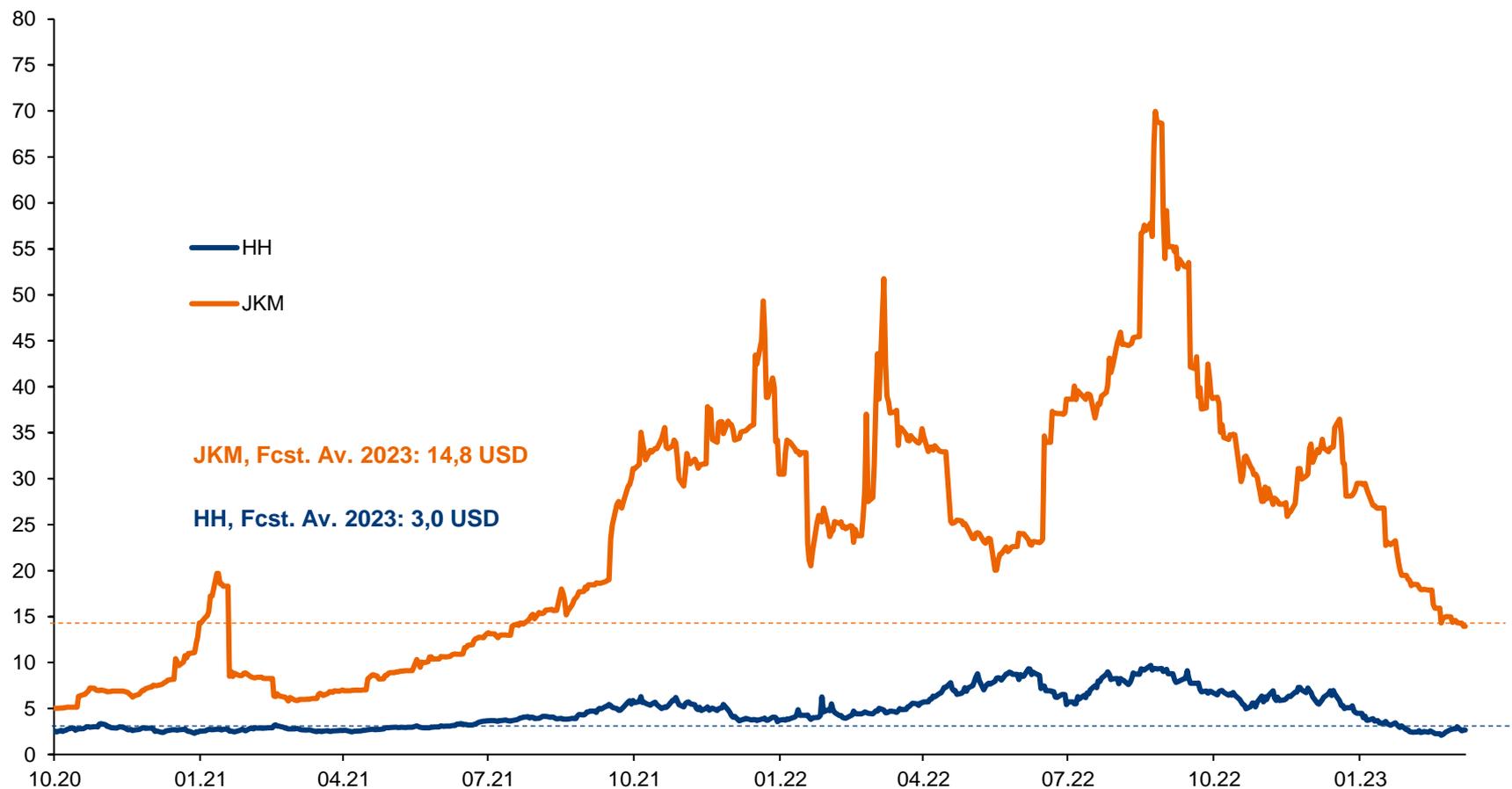
Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, previsioni Intesa Sanpaolo

# PSV e PUN 1m baseload in EUR/MWh: il prezzo del gas (la fonte marginale) guida il prezzo dell'energia



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, previsioni Intesa Sanpaolo

# Henry Hub statunitense e JKM LNG in USD/MMBtu: un vantaggio strutturale per gli Stati Uniti



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, previsioni Intesa Sanpaolo

# Conclusione: i prezzi sono diminuiti, ma restano superiori ai livelli pre-crisi

- Negli ultimi mesi, i **prezzi dell'energia sono scesi significativamente dai picchi registrati nel 2022**, grazie a un rapido riequilibrio dei mercati fisici.
- Le eccezionali anomalie climatiche registrate nell'inverno 2022/23 hanno finora smussato il picco dei consumi invernali. I prezzi elevati, i rischi di rallentamento dell'economia globale e l'epidemia in Cina hanno contribuito a limitare i consumi energetici, frenando l'erosione stagionale delle scorte di gas naturale e portando così i prezzi del **TTF ai minimi dall'agosto 2021**.
- **Tuttavia, non ci aspettiamo un ritorno delle quotazioni ai livelli pre-pandemia**, poiché i **problemi di approvvigionamento, i rischi meteorologici e i rischi geopolitici** potrebbero contribuire a raffreddare le recenti pressioni ribassiste.
- **I fondamentali di domanda e offerta restano il principale driver**. In Europa, la ricostituzione delle scorte in vista della stagione invernale 2023-24 sarà fondamentale. Pressioni al rialzo potrebbero quindi essere alimentate nel corso dell'anno da condizioni climatiche sfavorevoli, dall'intensificarsi della concorrenza asiatica sui mercati del LNG e dall'aumento della domanda di gas per la produzione di energia elettrica (ad esempio a causa di problemi alla generazione da nucleare in Francia o di insufficienti livelli di generazione da fonti rinnovabili, compreso l'idroelettrico).

## Appendice

### Certificazione degli analisti

Gli analisti finanziari che hanno predisposto la presente ricerca, i cui nomi e ruoli sono riportati nella prima pagina del documento dichiarano che:

(1)Le opinioni espresse sulle società citate nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, indipendente, equa ed equilibrata degli analisti;

(2)Non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

### Comunicazioni specifiche

Gli analisti citati non ricevono, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basata su specifiche operazioni di investment banking.

### Comunicazioni importanti

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa Sanpaolo SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major U.S. Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major U.S. Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, U.S.A, Tel: (1) 212 326 1199.

### Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite il sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

## Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

## Metodologia di valutazione

Il presente documento è stato preparato sulla base della seguente metodologia.

### Dati Macroeconomici

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

### Previsioni Comparto Energetico

I commenti sul comparto energetico vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le stime di consenso, se non diversamente specificato, provengono dalle principali Agenzie internazionali sull'energia, su tutte l'IEA (International Energy Agency – che si occupa del settore a livello mondiale), l'EIA (Energy Information Administration – istituto che si occupa specificatamente del settore energetico USA) e l'OPEC. Le previsioni sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli dedicati.

### Previsioni Comparto Metalli

I commenti sul comparto metalli vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream.

Le stime di consenso sui metalli preziosi, se non diversamente specificato, provengono principalmente dalla GFMS, la storica agenzia di previsioni basata a Londra. Le previsioni riguardano: oro, argento, platino e palladio. Le previsioni sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli dedicati.

Le stime di consenso sui metalli industriali, se non diversamente specificato, provengono principalmente dalla Brook Hunt, agenzia di previsioni indipendente che dal 1975 redige statistiche e previsioni su metalli e minerali, e dal World Bureau of Metal Statistics (WBMS), una struttura indipendente di ricerca sul mercato globale dei metalli industriali che pubblica una serie di analisi statistiche con cadenza mensile, trimestrale e annuale. Le previsioni sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli dedicati.

### Previsioni Comparto Agricolo

I commenti sul comparto agricolo vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream.

Le stime di consenso sui prodotti agricoli sono molteplici. Ogni singolo paese ha la propria agenzia interna di statistica che stima e prevede i raccolti, la capacità produttiva, la quantità di offerta di prodotti e soprattutto la quantità (assoluta e percentuale) di terra disponibile per la messa a coltura di un determinato prodotto.

A livello internazionale le principali agenzie sono: l'USDA (United States Department of Agriculture) che, oltre a fornire i dati relativi al territorio americano, si occupa in generale anche del settore granaglie a livello mondiale mediante il sottocomparto della FAS (Foreign Agricultural Service); l'Economist Intelligence Unit, del Gruppo Economist, che si occupa trasversalmente di tutti i prodotti agricoli a livello mondiale; e la CONAB (Companhia Nacional de Abastecimento), l'agenzia del Governo brasiliano che si occupa di agricoltura (con un occhio di riguardo per il caffè) e che fornisce anche uno sguardo su tutto il continente sudamericano.

Le previsioni sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli dedicati.

### Livelli tecnici

I commenti sui livelli tecnici si basano sulle notizie e i dati di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni sui livelli tecnici di interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli tecnici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse. Vi è inoltre un approfondimento legato alla scelta degli opportuni strumenti derivati che meglio rappresentano il comparto o la specifica commodity su cui si vuole investire.

## Raccomandazioni

**Outlook Negativo:** la raccomandazione di outlook Negativo per un settore è un'indicazione di ampio respiro. Essa indica non solo il deteriorarsi delle condizioni di prezzo degli indici o dei future che meglio rappresentano la materia prima in questione (quindi il ridursi di una performance di prezzo), ma implica anche la riduzione delle previsioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) che caratterizzano, più di altri strumenti finanziari, questi comparti.

**Outlook Neutrale:** la raccomandazione di outlook Neutrale per un settore è un'indicazione che abbraccia molti aspetti. Essa indica che la combinazione delle previsioni di prezzo per gli indici e i future e l'insieme delle condizioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) porteranno ad un movimento laterale dei prezzi o delle scorte o della capacità produttiva, registrando perciò performance nulle o minime per il comparto in esame.

**Outlook Positivo:** la raccomandazione di outlook Positivo per un settore è un'indicazione di ampio spettro. Essa indica non solo il miglioramento netto delle condizioni di prezzo degli indici o dei future che meglio rappresentano la materia prima in questione (quindi una performance positiva di prezzo), ma implica anche il miglioramento delle previsioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) che caratterizzano, più di altri strumenti finanziari, questi comparti.

## Frequenza e validità delle previsioni

Le indicazioni di mercato si riferiscono a un orizzonte temporale di breve periodo (il giorno corrente o i giorni successivi, salvo diversa indicazione specificata nel testo). Le previsioni sono sviluppate su un orizzonte temporale compreso tra una settimana e 5 anni (salvo diversa indicazione specificata nel testo) e hanno una validità massima di tre mesi.

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo Spa agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

### A cura di:

Daniela Corsini, CFA, Rates, FX & Commodities Research, Intesa Sanpaolo  
[daniela.corsini@intesasnpaolo.com](mailto:daniela.corsini@intesasnpaolo.com)  
<https://www.imi.intesasnpaolo.com>