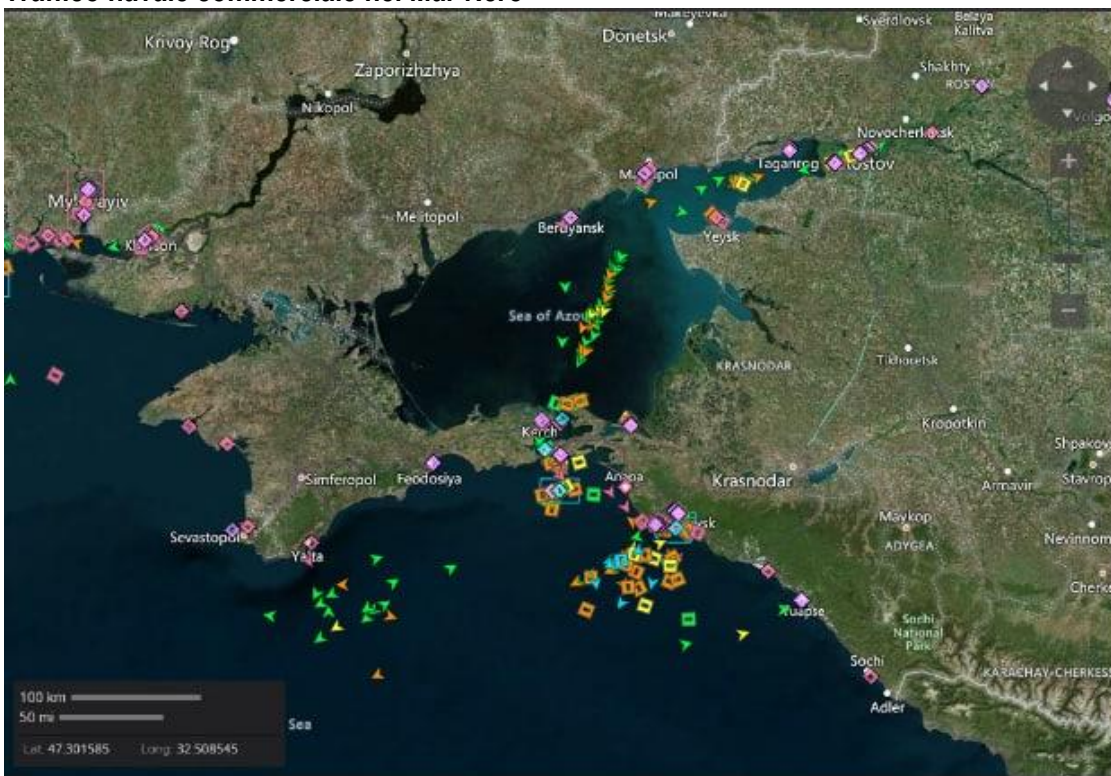


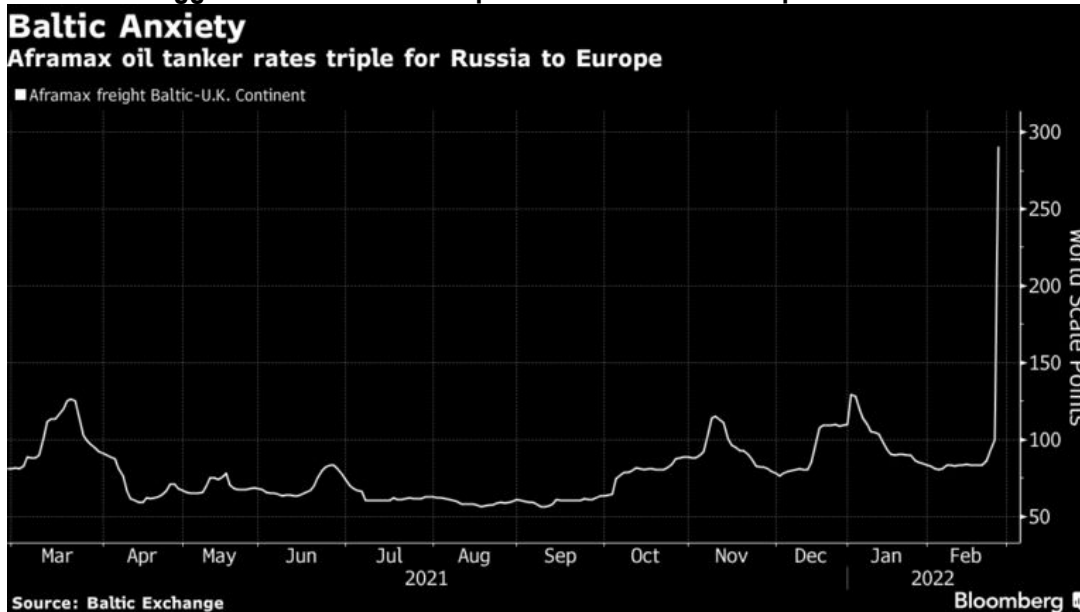
ROMA, 28 FEBBRAIO 2022

CONGELAMENTO COMMERCII NEL MAR NERO: in attesa di conoscere la lista delle banche russe che verranno escluse dal circuito SWIFT, alla luce del secondo giro di sanzioni, i flussi commerciali da e per Russia/Ucraina già dalla scorsa settimana hanno già assistito a un brusco stop. Il blocco navale in atto nel Mar Nero (con conseguente impennata dei costi di noleggio delle navi *Aframax* per la tratta Baltico-Europa), accompagnato alle incertezze sull'escalation delle sanzioni, si stanno infatti traducendo nel **congelamento delle lettere di credito** attraverso le quali viene regolato il commercio internazionale. Persino le banche cinesi, secondo quanto riporta Bloomberg, non starebbero evadendo le lettere di credito per materiale in partenza o in arrivo in Russia.

Traffico navale commerciale nel Mar Nero



Costo di noleggio delle navi Aframax per la tratta Baltico-Europa



Multinazionali con centro finanziario in Russia hanno già spostato le attività della tesoreria in Europa. Inoltre, la maggior parte dei fornitori europei di acciaio e metalli ha interrotto la quotazione dei materiali fino a quando la situazione in Ucraina non sarà ben definita. A riprova di quanto i commerci con la Russia siano attualmente bloccati giunge il differenziale di prezzo tra Brent e petrolio russo (*Urals*) che evidenzia uno sconto di -\$11.



SUPPLY CHAIN: Il gruppo Volkswagen interromperà la produzione in due stabilimenti tedeschi all'inizio di marzo per alcuni giorni, a causa della mancanza di forniture da parte dei fornitori ucraini. La produzione sarà interrotta dall'1 al 4 marzo a Zwickau e dal 2 al 4 marzo a Dresda e i dipendenti. Zwickau, con quasi 10.000 dipendenti, è la più grande fabbrica di auto elettriche del gruppo. L'Ucraina fornisce anche il 90% di neon destinato al mercato Usa. Il neon, estratto come sottoprodotto dalle acciaierie russe, viene purificato da una compagnia specializzata in Ucraina ed è un materiale indispensabile per i laser utilizzati nella produzione di semiconduttori.

ACCIAIO: Il settore europeo dell'acciaio sta risentendo in maniera particolare dell'interruzione dei flussi commerciali nel Mar Nero. La Russia attualmente incide per il 13% sull'import siderurgico europeo ed è stata nel 2020 il primo esportatore netto con 26,4 milioni di tonnellate. Focus anche sull'Ucraina che nel 2020 è stato il quarto esportatore netto di acciaio a livello mondiale. **L'annuncio della METINVEST di mettere al minimo per 7 giorni l'altoforno dell'impianto di Mariupol rischia di ingenerare enormi problemi di approvvigionamento di bramme e ghisa al mercato italiano.** L'impianto METINVEST di Mariupol infatti non rappresenta un importante fornitore non solo di ghisa a player come Arvedi e l'ex-Ilva, ma anche di bramme alla stessa ex-Ilva e soprattutto al bacino industriale di San Giorgio Nogaro dove sono insediati i seguenti impianti: Trameal (di proprietà della stessa METINVEST), Palini & Bertoli (che il gruppo Marcegaglia ha acquisito dal gruppo russo *Evrz* nel 2019) e Tecnosider controllata dalla svizzera Trasteel del gruppo Fratelli Cosulich. È importante evidenziare come il polo industriale di San Giorgio Nogaro produce circa l'80% delle lamiere da treno destinate al mercato italiani e in particolare dal gruppo Fincantieri.

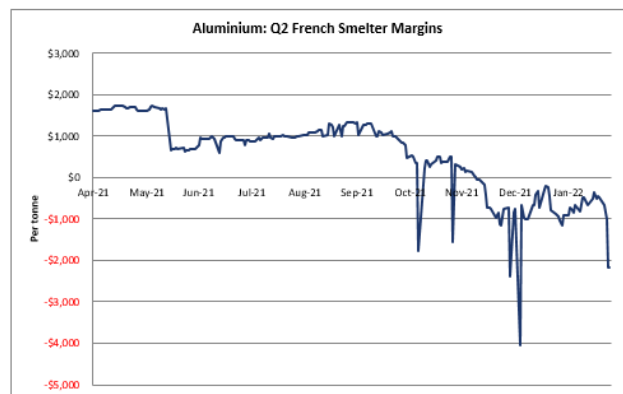
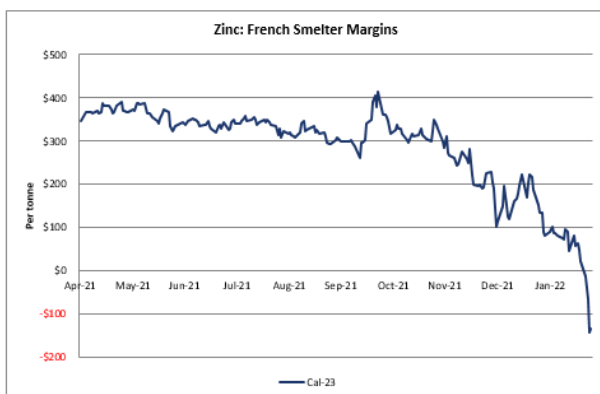
Il blocco delle forniture dall'Ucraina rende ancora più tesa di quanto già non lo fosse la tensione dell'offerta nel mercato siderurgico. **Già in questi giorni si sta assistendo a una maggiore cautela degli acquisti siderurgici da parte dei grandi gruppi industriali riluttanti a inseguire i prezzi ai livelli attuali.**

IL CONTESTO: L'attuale situazione di incertezza si inserisce in un contesto di scorte nel comparto *energy and commodities* già molto teso. La banca d'affari JP Morgan ha alzato le stime sul prezzo del Brent a \$110/b per il secondo trimestre includendo la possibilità di un *overshoot* a \$120 nel caso di ulteriore peggioramento del quadro geostrategico. Il prezzo del contratto benchmark per il gas naturale scambiato alla borsa di Amsterdam il 24 febbraio giorno dell'invasione russa in Ucraina è balzato a quasi €140/MWh, provocando un mutamento di natura strutturale lungo l'intera *curva forward* del prezzo non solo del gas ma anche dell'energia elettrica in Europa. Per esempio il contratto scadenza giugno 2022 relativo alle forniture italiane di elettricità sempre il 24 febbraio ha superato il livello massimo del dicembre 2021 arrivando a €315/MWh.

Contratto scadenza giugno 2022 relativo alle forniture italiane di elettricità



Quest'ultima fiamma dei prezzi energetici ha riportato in negativo la marginalità dei produttori europei di alluminio e zinco che confermeranno i tagli produttivi annunciati a dicembre. **Improbabile che l'impianto di Portovesme (130 mila tonnellate) possa ripartire in queste condizioni.** Attesi anche nuovi fermi produttivi da parte delle acciaierie a forno elettrico come Danieli, ABS e Pittini già per altro fiaccate dal blocco delle forniture di rottame dal Mar Nero.



Con queste premesse lecito attendersi il mantenimento di un elevato livello di inflazione che Goldman Sachs stima al +6,5% a maggio per poi raffreddarsi al +5,4% a dicembre con conseguente taglio alle stime di crescita al +3,9% nel 2022. Lo scenario delineato appare particolarmente sfidante per la BCE la quale dovrà gestire da un lato le spinte inflazionistiche e dall'altro la volatilità sugli spread **attraverso apposite misure di backstop**.

Inflazione yoy Eurozona a gennaio 2022



RISCHI SISTEMICI I: È da ingenui pensare come l'esclusione selettiva dallo SWIFT di alcune banche russe sia sufficiente per scongiurare pesanti rialzi dei prezzi delle materie prime e dei beni energetici, e dunque un'ulteriore compressione dei tassi reali. Crash delle Borse è rischio concreto.

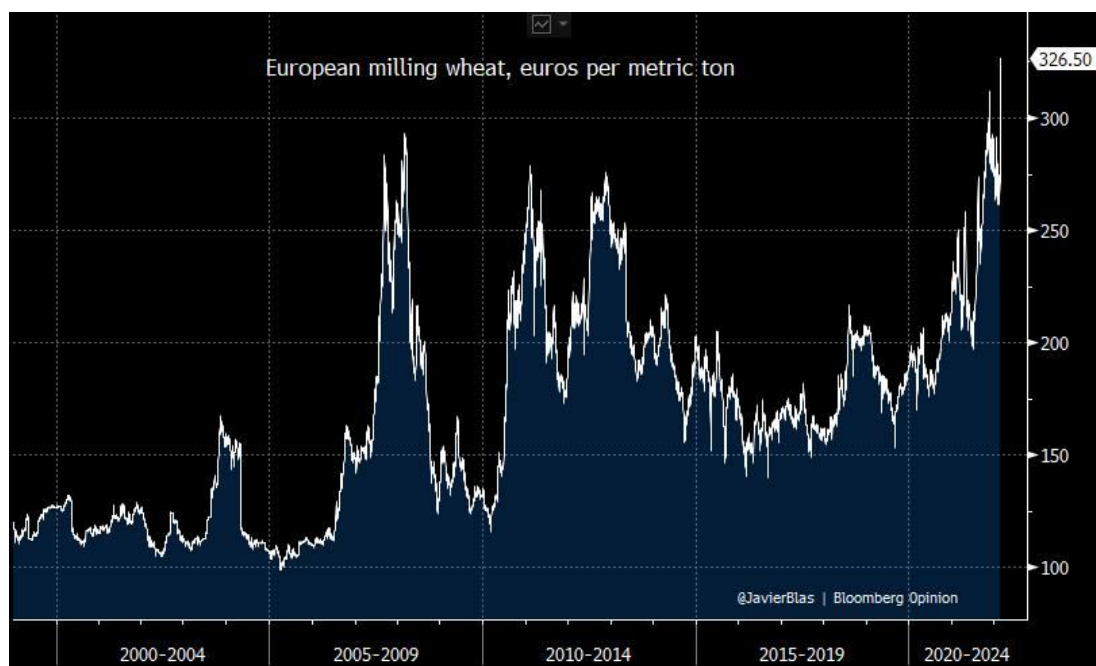
Chart 2: Real rates reverting back to symbol of crashes, panics & wars

US 10-year real interest rate (Treasury yield – CPI YoY%)



RISCHI SISTEMICI II - LE COMMODITIES AGRICOLE E IL RISCHIO FLUSSI MIGRATORI DAI PAESI IN

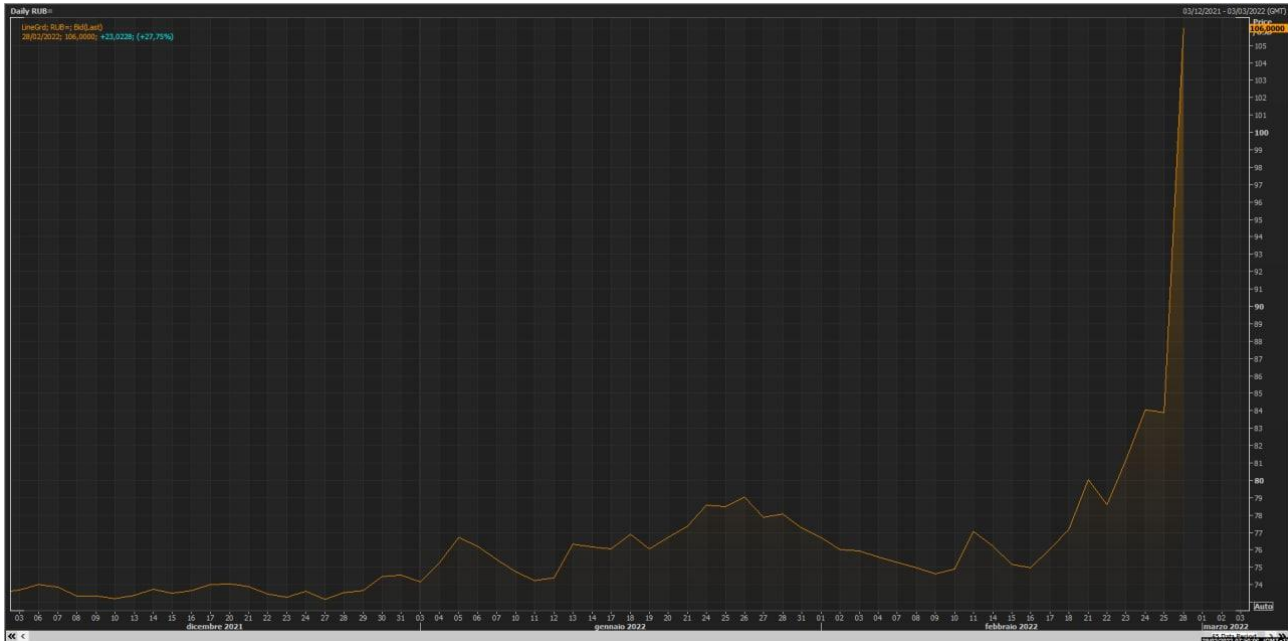
VIA DI SVILUPPO: Particolarmente tesa anche la condizione del mercato agricolo. Il prezzo del future del frumento (di cui la Russia è il principale produttore mondiale) alla borsa di Parigi ha toccato giovedì scorso il massimo storico. Una dinamica questa che rischia di avere un impatto socialmente particolarmente forte nei paesi emergenti molto più sensibili rispetto ai paesi industrializzati alle oscillazioni dei prezzi dei generi alimentari. Una dinamica questa che potrebbe tradursi nella **recrudescenza dei flussi migratori verso l'Europa** in particolare dall'area MENA. La memoria torna in particolare alle Primavere Arabe scoppiate nel 2011 proprio a causa del rally dei prezzi dei beni alimentari.



POSSIBILI RITORSIONE RUSSE I – ATTACCHI INFORMATICI CONTRO SUPPLY CHAIN: Eventuali ritorsioni russe potrebbero comprendere anche cyber-attacchi. In quest'ottica occorre adoperarsi per implementare un sistema di back-up delle reti internet, tlc, energetiche e di approvvigionamento. Viene alla memoria in particolare l'attacco sferrato dal gruppo di hacker Nobelium nel 2020 contro la SolarWinds <https://www.cnn.com/2021/10/25/solarwinds-hackers-targeting-global-it-supply-chain-microsoft-says.html>

POSSIBILI RITORSIONI RUSSE II – RESTRIZIONI EXPORT GAS: A oggi appare improbabile che Russia riduca i flussi di gas verso l'Europa. L'utilizzo del gas come arma geopolitica danneggerebbe infatti la credibilità di Gazprom come fornitore affidabile. Il petrolio rimane tuttavia la fonte di maggiori entrate. A tal proposito le entrate di Mosca dall'export petrolio sono ammontate nel 2021 a \$180 miliardi a fronte dei \$61 mld derivanti dal gas. Chiudere i rubinetti del gas per Mosca rappresenterebbe un danno di minore entità rispetto alla riduzione dell'export di petrolio anche se improbabile alla luce del congelamento degli asset detenuti dalla banca centrale inserito nell'ultimo giro di sanzioni che ha provocato stanotte il collasso del rublo nei confronti del dollaro Usa oltre il livello di 106. **Da monitorare l'azione del governo di Pechino** in eventuale soccorso finanziario di Mosca (utilizzo dello yuan e della clearing house CIPS al posto dello SWIFT?) e **come Pechino orienterà il voto dei paesi in via di sviluppo** nel corso dell'Assemblea Generale dell'ONU che si terrà oggi.

USD/RUB

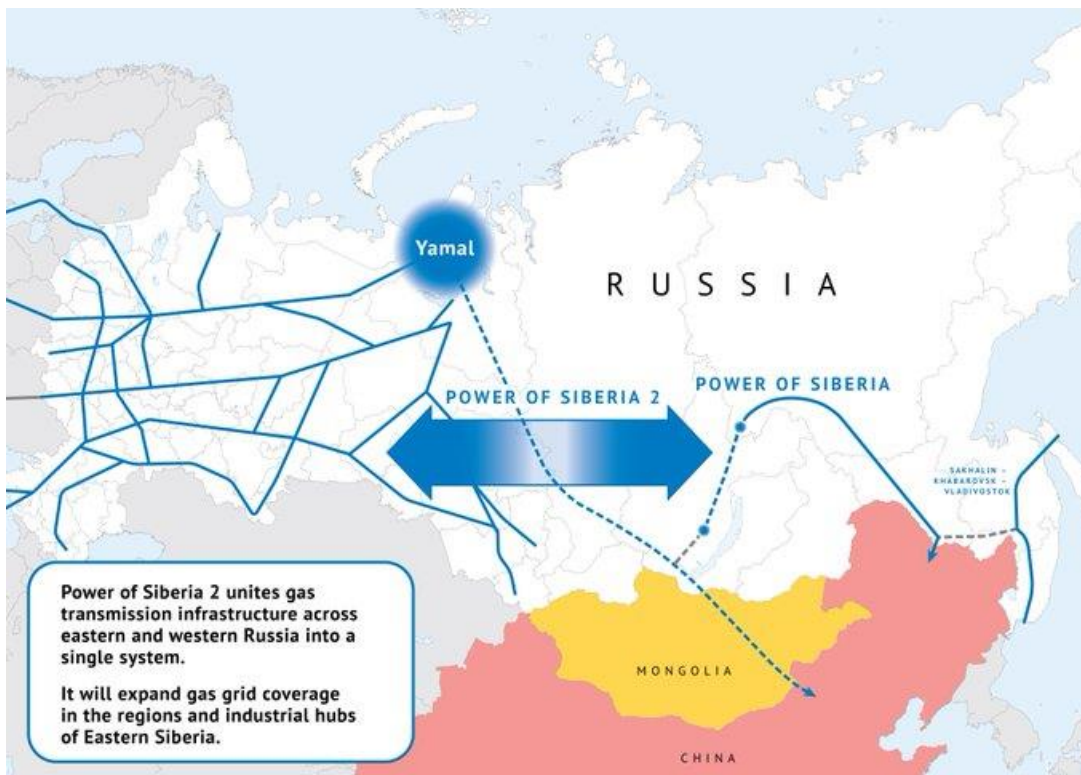


Delle sanzioni che vanno a colpire le riserve della banca centrale russa sarà da capire:

1. Sarà ancora possibile per Mosca accedere agli swaps? Se venissero tolti gli swap in valuta, la CBR si ritroverebbe rapidamente in crisi di liquidità
2. Verrà impattato anche l'Oil & Gas fund?

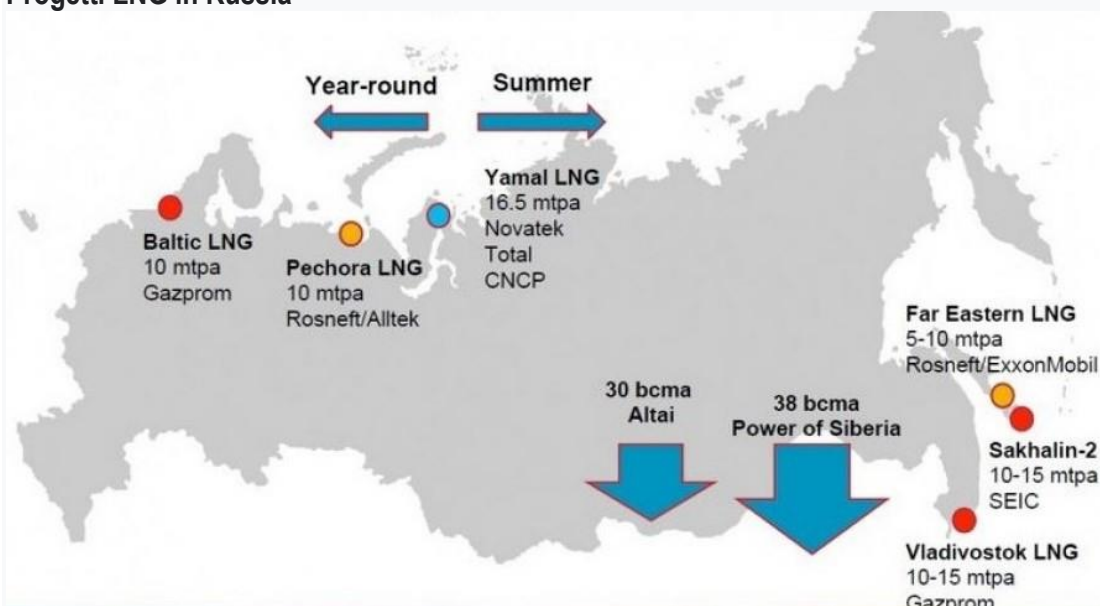
Razionalmente ora a Mosca serve dunque liquidità: tagliare pertanto le entrate derivanti dall'export di gas andrebbe in direzione opposta. Tuttavia una reazione inaspettata da parte del governo russo non può essere esclusa a priori soprattutto se arrivassero sanzioni direttamente sul petrolio oppure se Putin arrivasse a una condizione di estrema difficoltà nell'operazione militare in Ucraina: uno scenario questo che probabilmente Washington stessa non gradirebbe perché spingere il prezzo del WTI ben oltre i \$100 danneggiando la campagna elettorale dei DEM alle prossime elezioni di *midterm*. Eventuali razionamenti o interruzioni dell'export di gas a ogni modo spingerebbe il prezzo al TTF fortemente al rialzo (€300/MWh?) compromettendo la fase di stoccaggio in Europa, aprendo a nuove crisi energetiche il prossimo inverno e acuendo le pressioni stagflazionistiche già evidenti.

Nel lungo termine, comunque **la Russia cercherà di rendersi sempre meno dipendente dall'invio di gas in Europa**. I recenti progressi su un secondo gasdotto *Power of Siberia* verso la Cina sono la prova di questa intenzione. Questo gasdotto si approvvigiona da una regione, Yamal, che attualmente rifornisce l'Europa.



Sono inoltre in fase di costruzione **sostanziali aggiunte di capacità di GNL**, che consentirebbero alla Russia di esportare gas a livello globale.

Progetti LNG in Russia



PROPOSTE

PIANO ENERGETICO: La graduale diversificazione del proprio mercato da parte di Mosca rafforza l'urgenza di implementare una nuova politica energetica per il Paese. Oltre alla riapertura centrali a carbone, aumento dei flussi dai TAP e dai gasdotti che collegano l'Italia ad Algeria (*Transmed*) e Libia (*Greenstream*), è opportuno incentivare la costruzione di almeno **2 nuovi rigassificatori** anche *offshore* ed effettuare *revamping* dell'impianto di Panigallia al fine di portare la capacità annuale dagli attuali circa 15 mld m³ almeno a 25/30 mld di m³ (poco meno della metà del nostro fabbisogno annuo di circa 70 mld m³) al fine di sfruttare le capacità LNG da Usa e Qatar. Seguendo questo filone anche il governo di Berlino ha allo studio la costruzione di 2 rigassificatori a Brunsbuettel e Wilhelmshaven. Da valutare anche riapertura negoziazioni gasdotto EASTMED con Israele.

Potenziati siti per rigassificatori: Panigallia (*revamping*), Porto Empedocle, Taranto, Falconara Marittima.

LA QUESTIONE PREZZO: Dei quasi 500 mld di metri cubi consumati nel 2021 dal mercato europeo, 170 mld di metri cubi sono giunti dalla Russia. Fare a meno dunque del gas russo è pressoché impossibile a meno di **far saltare le logiche di mercato**. La domanda che la Ue dovrà porsi è quanto è disposta veramente a fare a meno della Russia come fornitore di energia visto che già la prossima estate, dovrà ristoicare gas, entrerà in concorrenza con i buyer cinesi disposti a pagarlo molto più. Al netto dei rischi finanziari sistemici, da questa crisi si intravedono due grandi vincitori: gli Usa che venderanno il loro gas alla Ue (serve però accordo politico per prezzo calmierato) e la Cina che comprerà il gas russo a forte sconto. Occorre dunque un **accordo politico con i produttori** ex-Russia (Usa, Qatar, Algeria ecc) per acquistare gas a prezzo calmierato. In caso contrario la liquidità per comprare energia dovrà arrivare dalla BCE.

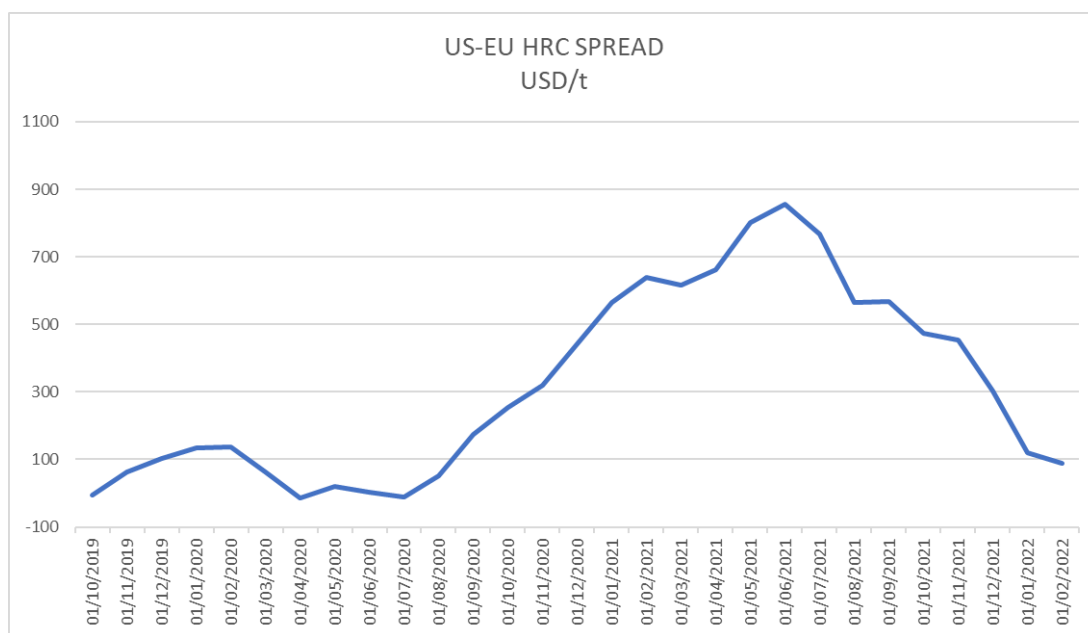
Gasdotto Eastmed



PIANO SIDERURGICO: Qualora lo stato di crisi non venisse risolto in breve termine diverrebbe di straordinaria urgenza pensare a un piano di ristrutturazione del settore siderurgico italiano. A tal proposito va ricordato come METINVEST avesse nei mesi scorsi manifestato l'impegno a investire circa 1 mld in un nuovo laminatoio a Ravenna (dopo il fallimento delle trattative per Trieste con Danieli).

Potenziali soluzioni in caso di stop prolungato export ghisa/bramme dall'impianto in Ucraina della METINVEST:

1. Riattivazione della produzione di ghisa nell'ex impianto dell'Ilva, dotando l'impianto del necessario polmone finanziario e sufficiente capacità produttiva per lo sviluppo della produzione da altoforno.
2. Riattivazione del laminatoio di Piombino
3. **Premere su Bruxelles affinché vengano sospese le misure di salvaguardia** che oggi insistono sul mercato siderurgico e che rischiano di acuire più di quanto giù non lo sia la carenza di acciaio nel mercato europeo e italiano in particolare.
4. Incentivare l'import di acciaio dagli Usa data la compressione del differenziale di prezzi avvenuto negli ultimi mesi.



5. Incentivare import ghisa dal Brasile anche se non facile logisticamente
6. **Monitorare l'evoluzione del dossier Iran. Un eventuale accordo sul nucleare con gli Usa infatti potrebbe aprire per il mercato italiano una linea di fornitura importante per il mercato delle bramme di acciaio.**

L'attuale crisi a cui stiamo assistendo e la sostanziale vulnerabilità dell'Europa nei confronti della Russia evidenzia **l'accresciuto potere confluito nelle mani di quei paesi che oggi controllano le catene di fornitura** e che sono spesso riconducibili a regimi autocratici (Russia, Cina in primis). E' pertanto necessario avviare un'azione di politica fiscale che **incentivi un processo di reindustrializzazione** in Italia sfruttando sia la liquidità oggi generata dagli utili prodotti nel 2021 dalla maggior parte dei player industriali.

PIANO SPESA MILITARE: Il cancelliere tedesco Olaf Scholz ha annunciato fondi speciali per la Bundeswehr e investimenti da 100 miliardi. **Opportuno iniziare a sviluppare un dibattito anche in Italia in tal senso.**

