

12 gennaio 2020

Il Sole **24 ORE**

SERVIZIO | L'ANALISI

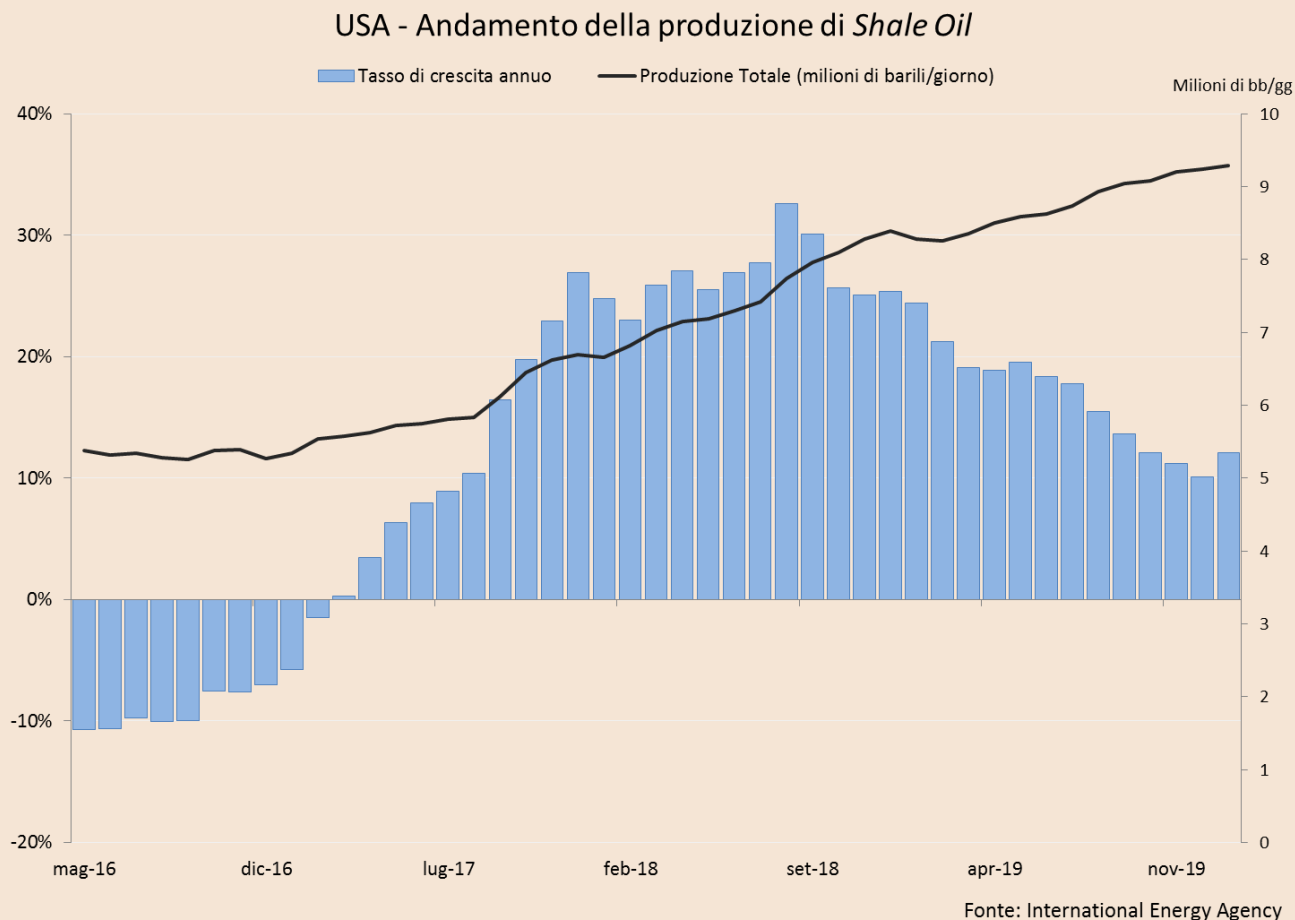
CHOC PETROLIFERO IN AGGUATO? UN ECCESSO DI OFFERTA CI PROTEGGE

di Marcello Minenna

La crisi geopolitica in Medio Oriente si riflette inevitabilmente sul prezzo del greggio. Dall'intensificarsi delle tensioni in Iraq dopo l'uccisione del generale iraniano Qassem Soleimani del 3 gennaio u.s., il petrolio ha registrato una crescita di circa il 3%. Si tratta di un balzo che si va a sommare ad un incremento di circa il 14% dai minimi di ottobre 2019, guidato principalmente dal rinnovato ottimismo sull'evoluzione della congiuntura economica globale dopo il pre-accordo commerciale USA-Cina.

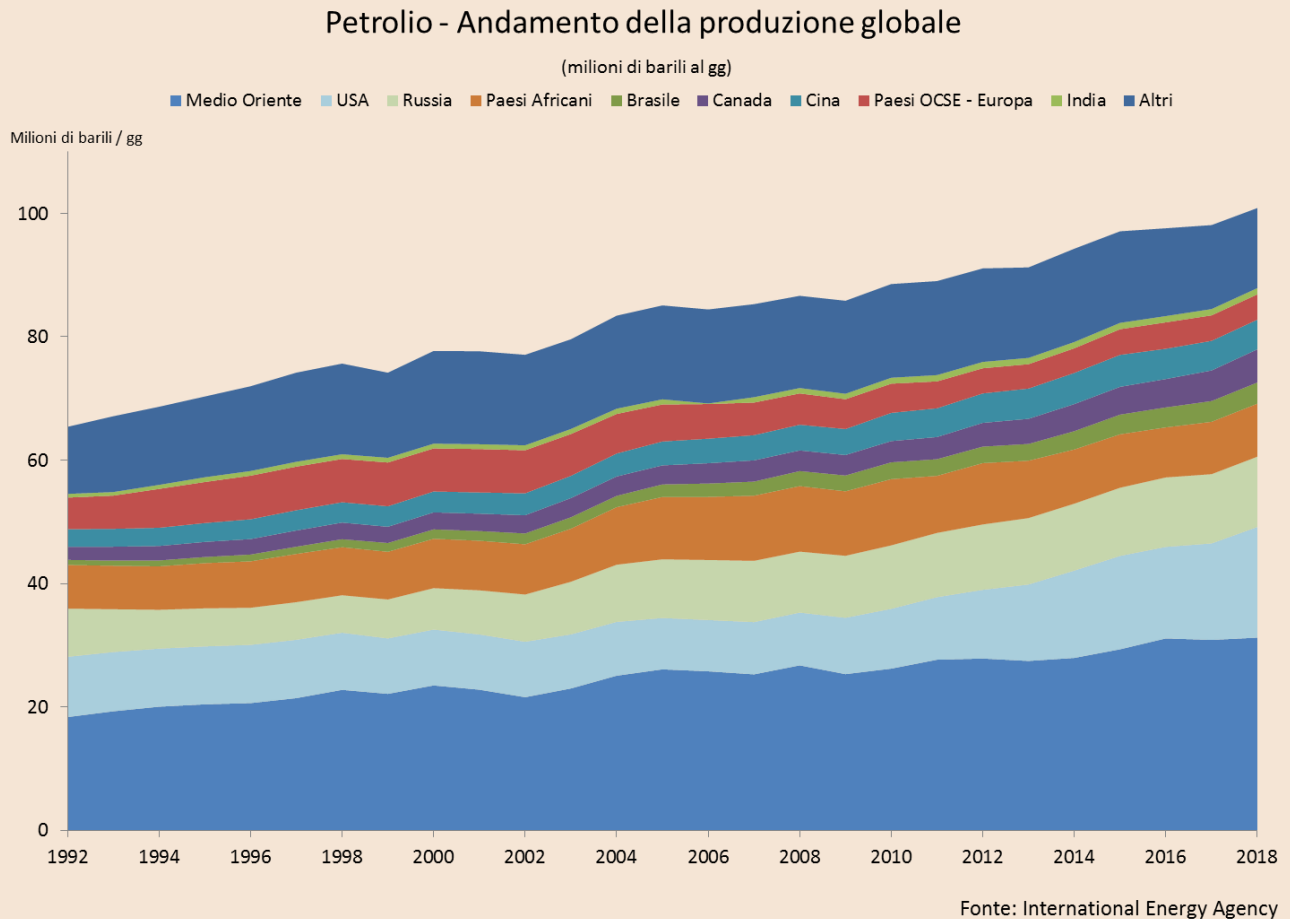
Un altro fattore importante che ha sostenuto l'aumento dei prezzi nel passato trimestre autunnale è stato il rallentamento della crescita della produzione di *shale oil* negli USA (cfr. Figura 1), che rappresenta nel complesso il 10% della produzione mondiale (poco sopra i 100 milioni di barili al giorno, cfr. Figura 2).

Figura 1



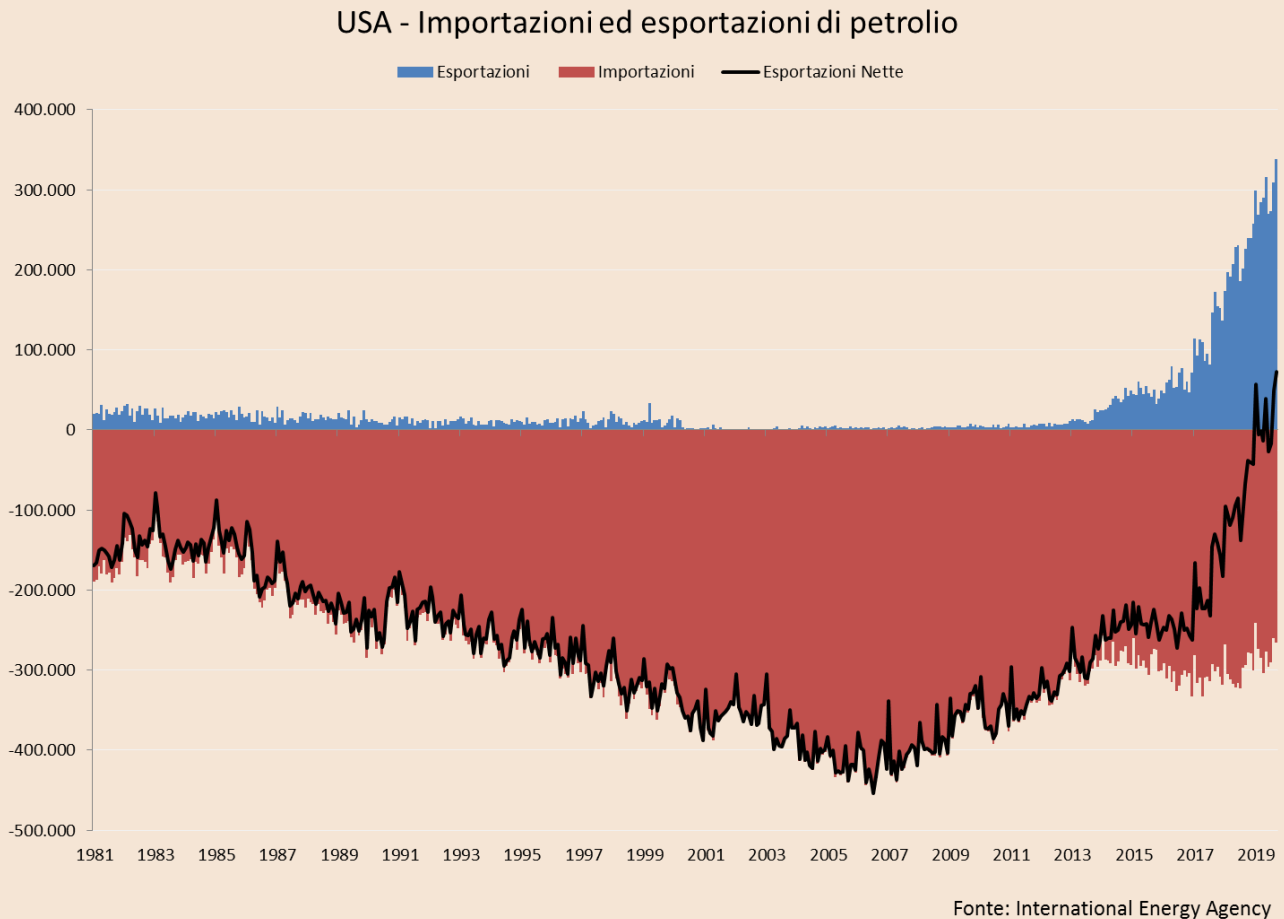
Come evidenziato in un [editoriale di alcuni mesi fa](#), l'industria petrolifera USA sta trovando crescenti difficoltà nell'espansione dell'offerta. Non si tratta tanto di mancanza di pozzi perforabili, quanto di alti livelli di indebitamento e bassi margini di profittabilità del settore che tengono sotto pressione gran parte delle imprese medio-piccole che operano al margine. Circa 200 miliardi di debiti pregressi sono in scadenza nei prossimi 4 anni, di cui 41 solo nel 2020 ed è probabile che la necessità di ripagare i prestiti freni gli investimenti in nuove trivellazioni. In ogni caso, i tassi di crescita restano ampiamente sopra il 10% annuo, ed il recente picco del prezzo sembra avere risvegliato l'interesse dei *big players* dell'industria del petrolio i cui investimenti potrebbero sconvolgere l'attuale struttura del mercato dello *shale oil*.

Figura 2



L'esplosione della produzione di *shale oil* nell'ultimo decennio ha consentito agli USA - qualche mese fa - di tornare ad essere esportatore netto di petrolio dopo un cinquantennio (cfr. Figura 3), ridisegnando le rotte del commercio petrolifero e riducendo significativamente la dipendenza dal petrolio del Medio Oriente anche per altre grandi nazioni consumatrici occidentali. Il fatto stesso che l'amministrazione Trump possa sfidare l'Iran in modo così aggressivo è perché gli USA - e l'economia globale - non sono più dipendenti dal petrolio del Medio Oriente come solo 10-15 anni fa.

Figura 3



Il terzo elemento che ha sostenuto l'ascesa del prezzo oltre i 60 \$ al barile è stata la conferma dei tagli alla produzione OPEC il 12 dicembre u.s., con un aumento delle quote trattenute per ulteriori 500.000 barili al giorno rispetto ai 1,5 milioni di barili già tagliati. Questo recente intervento porta il greggio totale non estratto ma immediatamente producibile dall'OPEC a 2 milioni di barili al giorno.

Tuttavia, chi prevede rialzi persistenti del prezzo a fronte di una crisi difficile da risolvere dovrebbe considerare un quadro globale più complesso che guarda al di fuori dello scacchiere medio-orientale. È un fatto incontrovertibile che il mercato petrolifero mondiale sia allo stato attuale ben rifornito, sia in termini di capacità produttiva di riserva che di scorte. Anche con l'effetto combinato di una crescita della produzione non-OPEC più lenta e di tagli di produzione da parte dell'OPEC più decisi, l'Agenzia Internazionale per l'Energia (*International Energy Agency* - IEA) ha recentemente stimato che nel primo

trimestre potrebbe esserci ancora un eccesso di offerta di 700.000 barili al giorno sul mercato globale del petrolio. Altri analisti vedono l'eccedenza nel primo semestre superiore ad 1 milione di barili al giorno.

Nel complesso, l'IEA valuta la capacità di riserva globale (il massimo incremento di produzione teoricamente ottenibile) a circa 3,1 milioni di barili al giorno, di cui circa 2,1 milioni in Arabia Saudita. L'offerta dovrebbe aumentare ulteriormente entro dicembre 2020, quando i pozzi petroliferi di Wafra e Khafji nella zona de-militarizzata tra Arabia Saudita e Kuwait torneranno operativi, aggiungendo ulteriori 500.000 barili al giorno.

A questa capacità vanno aggiunti verosimilmente altri 3 milioni di barili al giorno di riserva "involontaria", rappresentata dal potenziale di produzione di Paesi dove hanno luogo disordini, conflitti armati, o sono colpiti da sanzioni internazionali (Libia, Sudan del Sud, Yemen, Siria Venezuela, e lo stesso Iran). Se le condizioni politiche e di sicurezza dovessero migliorare, questi Paesi potrebbero aumentare la propria produzione piuttosto in fretta.

6 milioni di barili al giorno sono un'enorme quantità di capacità inutilizzata che, anche se non può essere sfruttata immediatamente, ha un impatto significativo sulla psicologia del mercato petrolifero.

Per quanto riguarda i livelli di scorte, la crisi iraniana non ha preso le nazioni industriali alla sprovvista: a novembre, l'IEA ha misurato le scorte commerciali di petrolio dell'OCSE a circa 2,9 miliardi di barili, sufficienti a coprire circa 60 giorni di domanda. Molte economie asiatiche dipendenti dall'importazione di greggio - tra cui la Cina - stanno accumulando scorte per fronteggiare un'interruzione dell'offerta in Medio Oriente da inizio 2019, quando le tensioni tra USA ed Iran hanno iniziato a intensificarsi.

Le riserve strategiche di petrolio OCSE ammontano invece a 1,5 miliardi di barili e si ritiene che il governo cinese abbia accumulato circa 1 miliardo di barili, sufficienti a coprire oltre 80 giorni della propria domanda.

In questo contesto di offerta abbondante ed incrementabile in breve tempo, non è dunque immediato che il prezzo arrivi ad incorporare un premio per il rischio geopolitico di dimensione apprezzabile (cioè almeno 4-5\$ al barile). L'esempio più efficace di questa nuova resilienza del mercato va cercato nella reazione ai gravi attacchi alle strutture petrolifere saudite del 14 settembre u.s., un evento che ha dimezzato per quasi due

settimane la produzione di petrolio del Paese arabo. Il balzo nel prezzo di circa 10\$ (comunque un robusto +20%) è stato riassorbito dal mercato in pochi giorni ed ha reso gli attacchi sostanzialmente un “non-evento”. Questo è eclatante nella misura in cui gli analisti in passato consideravano una perdita di produzione saudita – la banca centrale mondiale del petrolio – un evento quasi apocalittico con risvolti neri per l’economia globale.

Naturalmente, c’è il rischio che i mercati stiano sottovalutando troppo lo sviluppo della crisi in Medio-Oriente e l’impatto di prezzi crescenti del petrolio. Non sarebbe la prima volta.

Secondo recenti stime, ogni aumento di \$ 5 del prezzo di un barile di petrolio costa all’economia globale 183 miliardi l’anno, ovvero lo 0,1% del PIL globale. Mentre tali costi per l’economia USA sono ampiamente compensati dagli aumenti dei profitti dei produttori domestici di petrolio, il resto dell’economia globale non gode della stessa protezione. In altri termini la produzione interna di *shale oil* offre *de facto* agli USA un importante beneficio economico in uno scenario di prezzi alti, ma le altre grandi nazioni consumatrici (Cina, Giappone, Sud Corea, Unione Europea) che dipendono dalle importazioni di petrolio e sono alle prese con una recessione manifatturiera potrebbero essere non altrettanto fortunate.

Marcello Minenna, Economista

@MarcelloMinenna