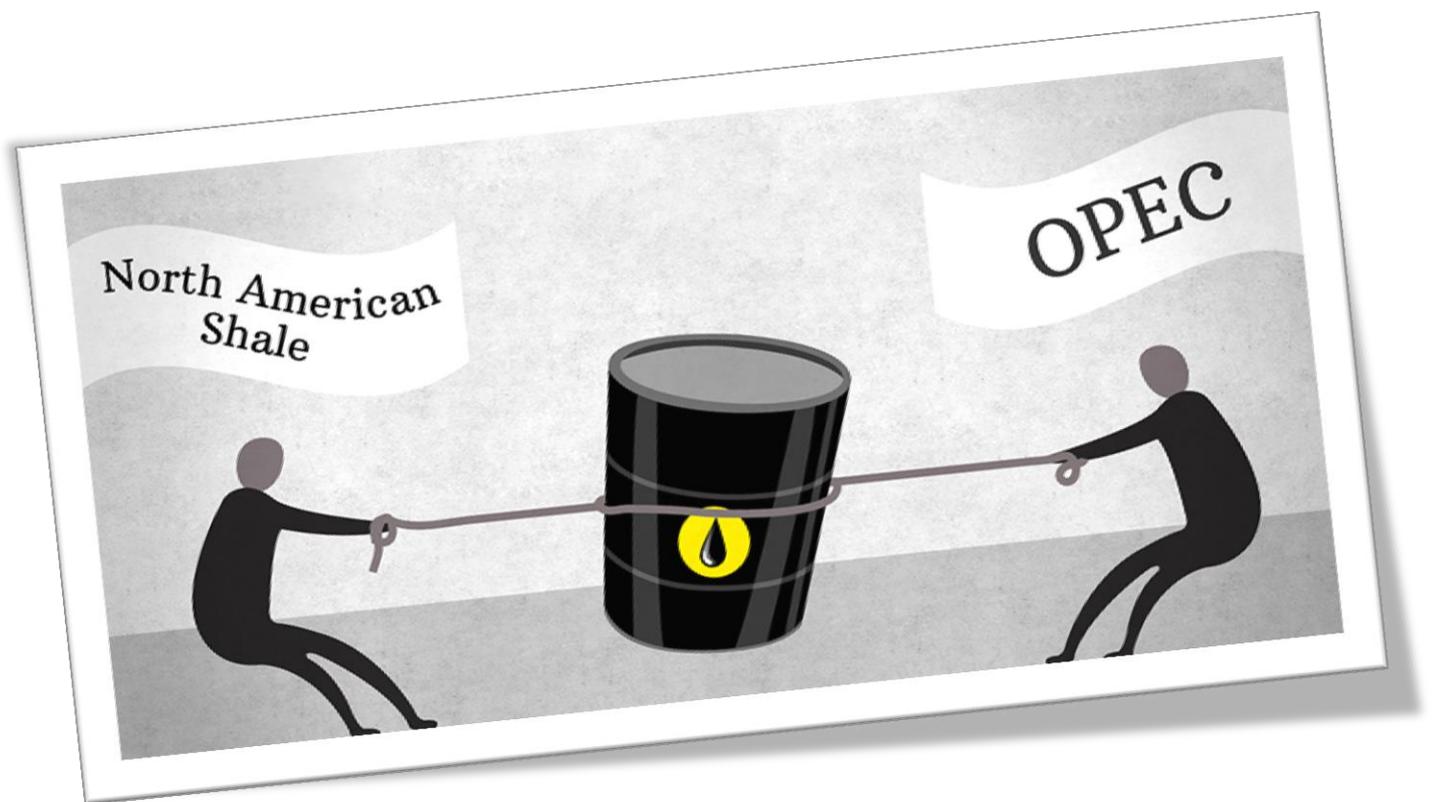


OIL OUTLOOK 2017

ALLA PROVA DELL'OPEC E DELLO SHALE

Gennaio 2017



Previsioni

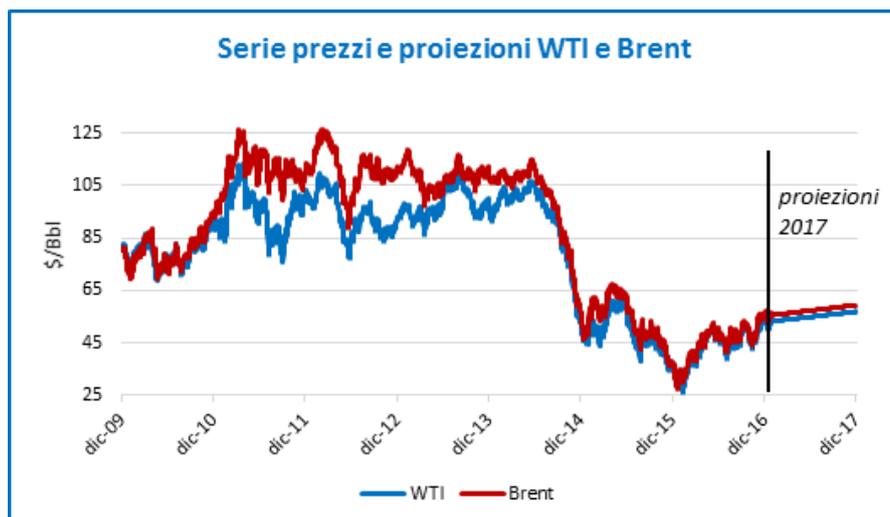
I prezzi del petrolio sono destinati a muoversi nell'attuale range compreso tra i 50\$ e i 60\$ al barile: i tagli dell'OPEC rafforzano il supporto a 50\$, mentre le potenzialità di crescita dello shale USA frenano le scommesse verso obiettivi superiori ai 60\$.

Target Price

[50\$/Bbl ; 60\$/Bbl]

Target Price Medio

55\$/Bbl



Overview

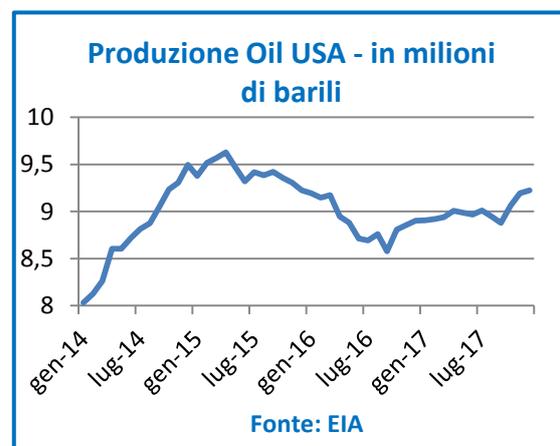
Il 2017 sarà il banco di prova per il mercato petrolifero. L'accordo raggiunto a novembre e dicembre tra i membri OPEC per il taglio della produzione di greggio di 1,2 milioni di barili al giorno, cui si sono aggregati altri produttori esterni al cartello per più modesti ma comunque significativi 580 mila barili, troverà piena applicazione proprio a partire dall'anno appena iniziato. La "promessa" è quella di riportare equilibrio sul mercato e ridurre il surplus di offerta che proprio le decisioni dell'OPEC - capeggiata dall'Arabia Saudita - nel 2014 avevano contribuito ad accrescere. La scelta di tagliare arriva nel momento di massima produzione dei principali paesi esportatori; a fine dicembre l'output dell'Organizzazione ha superato i 33 milioni di barili al giorno e il dato complessivo per il 2016 si attesta (secondo i dati IEA) a 33,4 milioni di barili, vale a dire 1,2 milioni in più rispetto alle rilevazioni del 2015. Esattamente il quantitativo di greggio che si intende non estrarre per i prossimi 6 mesi.

Considerato il gap tra domanda e offerta con cui si è concluso il 2016, gli impegni sui tagli lasciano trasparire ottimismo per raggiungere l'obiettivo dichiarato. Secondo quanto riporta l'IEA, a fine 2016 a una domanda complessiva di 96,3 milioni di barili ha fatto fronte un'offerta di 97 milioni: l'oversupply è stato quindi di 700 mila barili al giorno, un dato già di per sé decisamente inferiore ai 1,7 milioni di fine 2015.

Il merito di tale restringimento del gap è da accreditare quasi esclusivamente alla ripresa della domanda di petrolio: rispetto ai 94,9 milioni del 2015 la crescita è stata di 1,4 milioni di barili giornalieri, spinta in particolare dalla Cina (+400 mila) e dai paesi asiatici (+600 mila).

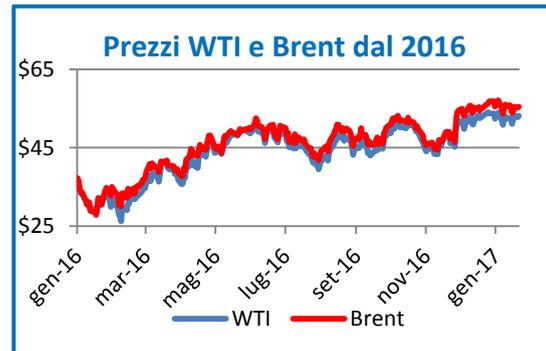
Dal lato dell'offerta invece la crescita è stata contenuta a 400 mila barili al giorno: alle maggiori estrazioni dell'OPEC (+1,2 milioni) ha fatto da contraltare la contrazione dell'attività negli altri paesi, che hanno immesso sul mercato complessivamente 800 mila barili in meno. Il maggiore impatto arriva dagli Stati Uniti, dove l'attività dei produttori di shale oil ha rallentato a seguito del crollo dei prezzi della prima parte di 2016; il numero di trivelle attive è man mano crollato e l'output è sceso di oltre 400 mila barili - la metà del calo mondiale complessivo.

In chiave prospettica, quindi, sia il tendenziale aumento della domanda sia la limitazione della produzione portano a considerare il 2017 come l'anno del possibile riequilibrio del mercato. La domanda per il 2017 è vista dall'IEA in crescita per 1,3 milioni di barili (a 97,6 milioni); se tale stima fosse



confermata nei fatti, basterebbe il mantenimento degli attuali livelli di output per assorbire l'oversupply. Per i produttori si tratterebbe della soluzione ideale, dato che la prima conseguenza sarebbe il rafforzamento del rally di WTI e Brent in atto da quasi un anno.

Tale prospettiva non è però priva di incognite, che riguardano sia la domanda sia l'offerta di greggio.



La domanda: una crescita sicura?

La domanda complessiva di petrolio è prevista in crescita quest'anno per 1,3 milioni di barili. Tuttavia sono da considerare alcuni elementi che potrebbero modificare tale stima.

Il principale pericolo proviene dalla Cina; se nel 2016 il paese del drago ha fatto da traino con importazioni cresciute di oltre 900 mila barili al giorno - circa il 14% in più rispetto al 2015 - nell'anno in corso i medesimi tassi di crescita potrebbero non trovare conferma. Infatti il governo ha avviato una serie di iniziative volte a intensificare i controlli ambientali sugli impianti del Paese e a ridurre le quote di esportazione di prodotti petroliferi assegnate alle raffinerie indipendenti: queste ultime hanno rappresentato uno dei principali motori della crescita della domanda di greggio e una limitazione della loro attività avrebbe effetti negativi sulle dinamiche del mercato.

Un contrappeso potrebbe essere rappresentato invece dall'India, che molti analisti accreditano già come la nuova Cina del petrolio. Il paese ha conosciuto tassi di crescita invidiabili per quanto riguarda sia il PIL sia i consumi interni, che hanno influenzato la domanda di petrolio e portato di conseguenza all'aumento delle importazioni di greggio e di prodotti raffinati fino a livelli record. Nel caso del petrolio greggio il picco è stato ad agosto 2016, con 18,81 milioni di tonnellate.

La domanda di New Dehli è in costante crescita: dal 2014 al 2016 è passata da 3,84 milioni di barili a 4,27 milioni, per un incremento di 430 mila barili al giorno - che diventano +280 mila rispetto al 2015 (fonte IEA). Altri 270 mila barili sono previsti in aggiunta a fine 2017. Determinante non è solo l'aumento dei consumi, ma anche i programmi economici del governo Modi, che con il piano "Make in India" punta a far crescere il peso del settore manifatturiero nella creazione del PIL (dal 15% al 25%);

lo sviluppo del settore implica un aumento dei consumi petroliferi, con conseguente impatto sulla domanda stimato dall'Oxford Institute for Energy Studies in oltre il 30% in più rispetto agli attuali livelli.

Lo stesso governo di New Delhi ha avviato un'opera di potenziamento della motorizzazione della popolazione e della rete stradale; la diffusione di auto combinata al rifacimento e costruzione di strade (sono previsti lavori per 30 km al giorno) in tutto il paese ha già iniziato a mostrare i suoi effetti, con una crescita esponenziale delle immatricolazioni e dei consumi di benzina. Il trend è ancora nella fase iniziale, mostra quindi ampi margini di crescita per gli anni futuri che potrebbero porre l'India come driver principale - anche davanti alla Cina - della domanda mondiale.

L'offerta: i banchi di prova

Dal lato dell'offerta, i piani di riduzione del surplus di petrolio hanno due grandi ostacoli: gli Stati Uniti e l'OPEC.

Il ritorno dello shale USA...

Nel primo caso il riferimento è all'olio di scisto che è fondamentalmente all'origine della grave crisi affrontata dall'oro nero. A seguito del crollo dei prezzi l'attività estrattiva ha vissuto una fase di rallentamento significativa: il numero di trivelle attive è sceso dell'80% da fine 2014 a maggio 2016, dal momento che i profitti attesi si sono notevolmente ridimensionati e che le quotazioni di mercato non garantivano più una piena copertura dei costi. Il settore dello shale oil si è sviluppato quando un barile di greggio era scambiato a più di 100 dollari; quindi i business plan erano realizzati sulla base di condizioni di mercato ben diverse da quelle successivamente osservate. L'avviamento delle attività presenta costi molto elevati per far fronte ai quali le imprese hanno fatto ricorso a finanziamenti bancari: di conseguenza i ricavi dalla vendita del petrolio estratto con la tecnica del fracking devono coprire sia i costi tecnici/operativi sia gli oneri finanziari derivanti dai debiti - ingenti - contratti con gli istituti di credito. Il crollo dei prezzi ha quindi portato le imprese più piccole e fragili a non riuscire a fronteggiare tali costi e a

dichiarare fallimento. Le altre società - più solide - hanno scelto invece di aspettare tempi migliori per tornare a investire.

Nel frattempo le tecniche di estrazione sono state migliorate e rese più efficienti, portando una riduzione dei costi e rendendo profittevoli gli impianti anche con un petrolio sotto i 100 dollari.

Attualmente, con la stabilizzazione dei prezzi sopra i 45-50 dollari al barile lo scenario è cambiato un'altra volta: i produttori non convenzionali hanno riavviato gli impianti e l'attivazione di trivelle è tornata a crescere - a 712 al 27 gennaio - colmando il gap rispetto ai livelli di fine 2015.

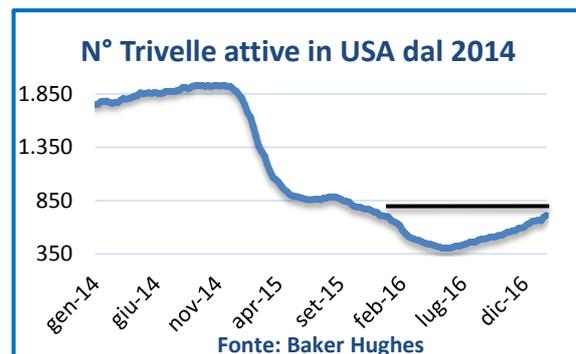
Il tetto all'offerta di greggio posto dall'OPEC potrà fornire ulteriore supporto ai concorrenti statunitensi: il mercato è consapevole che la maggior parte dei produttori è intenzionata a mantenere le quotazioni su livelli più stabili e redditizi, dal momento che ne hanno bisogno per rimettere in sesto i propri bilanci pubblici, pesantemente penalizzati nell'ultimo biennio.

In un contesto del genere, l'EIA stima per fine 2017 una crescita della produzione a stelle e strisce di circa 300mila barili rispetto a dicembre 2016 - a 9,2 milioni complessivi; la previsione attuale è migliorativa rispetto alla precedente di circa 200 mila barili, proprio in virtù della ripresa dell'attività e dell'abbassamento dei costi estrattivi.

Un'ulteriore spinta potrebbe arrivare dal nuovo inquilino della Casa Bianca a Washington: Trump e il suo governo, tramite il nuovo piano energetico "America First Energy Plan" ha dichiarato la volontà di tornare prepotentemente allo sfruttamento delle risorse fossili presenti nel territorio nazionale, in particolare delle riserve di petrolio e gas di scisto - stimate per un valore di circa 50 trilioni di dollari. L'obiettivo finale è affrancarsi definitivamente dalla dipendenza dai barili provenienti da altri paesi - membri dell'OPEC in primis - e se le politiche annunciate trovassero piena realizzazione il mercato potrebbe essere inondato da ben più di 300 mila barili in più di greggio made in USA.

...e i dubbi sull'OPEC

I pericoli per il riequilibrio del mercato non risiedono solo all'interno dei confini statunitensi, ma provengono anche da chi si è adoperato tanto negli ultimi mesi per raggiungerlo: l'OPEC. La storia - recente e non - insegna come spesso gli impegni presi dai membri del cartello non siano stati rispettati, in toto o in parte.



Questo rappresenta uno degli enigmi del 2017: manterranno tutti fede all'accordo di novembre? E se sì, taglieranno tutti i barili promessi?

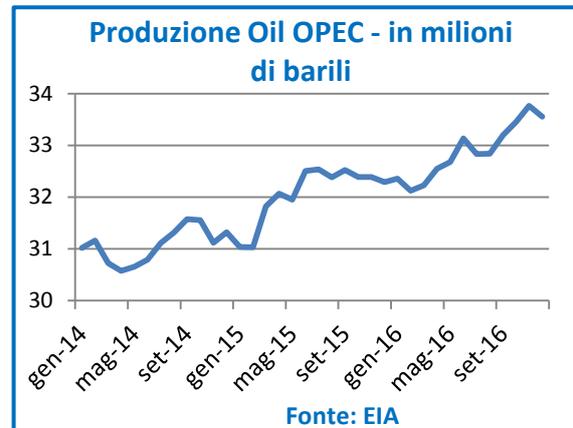
Le recenti dichiarazioni dei rappresentanti dell'Arabia Saudita lasciano supporre che al momento i paesi aderenti all'accordo - anche quelli esterni all'organizzazione - stanno adempiendo diligentemente al proprio compito. Come riportato nell'ultimo market report, già a dicembre l'output dell'OPEC è sceso complessivamente di 221 mila barili al giorno rispetto al mese precedente, per merito in particolare di Riyadh - che si è fatta carico di un taglio di 149 mila barili (dati basati sulle fonti secondarie e non sulle comunicazioni dirette dei singoli paesi). La sensazione è che questa volta non sia nell'interesse di alcuno non mantenere gli impegni, dal momento che un mancato riassorbimento del surplus di offerta peserebbe come un macigno sui prezzi di mercato e sui bilanci pubblici dei produttori. A maggior ragione se si tiene conto del fatto che i concorrenti statunitensi potrebbero già rendere più complicato raggiungere l'obiettivo del cartello nei prossimi mesi.

Inoltre, stando alle stime attuali della stessa organizzazione, potrebbero non essere sufficienti i primi 6 mesi dell'anno per riequilibrare il rapporto tra offerta e domanda di greggio dei paesi esportatori: come riporta lo stesso rapporto di gennaio, la richiesta media per il 2017 dei clienti OPEC è attesa a 32,1 milioni di barili, al di sotto dei 32,5 milioni di output fissati dall'accordo di Vienna. Sarà probabilmente necessario attendere il terzo trimestre per arrivare a un allineamento dei barili richiesti e offerti.

Tuttavia una conferma si avrà solo nel corso dei prossimi mesi, quando saranno pubblicati i dati della produzione per gennaio - primo mese di applicazione dei tagli; in tale occasione saranno disponibili informazioni quantitative rivelatrici sulla capacità dei paesi di mantenere fede alle intenzioni dichiarate.

Previsioni per il 2017: per WTI e Brent un trend positivo frenato da troppe incertezze

Nel 2017 i prezzi del petrolio sono destinati a subire pressioni da due forze opposte: da un lato l'accordo sui tagli tra OPEC e altri paesi produttori - per complessivi 1,8 milioni di barili - e la



previsione di crescita della domanda (+1,3 milioni) sono motivo di ottimismo circa il ribilanciamento del mercato e la continuazione del trend positivo in atto dal febbraio 2016. Il livello di 50 dollari al barile è diventato allo stesso tempo una soglia psicologica e un supporto significativo delle quotazioni sia del Brent sia del WTI.

Dall'altro lato le incertezze riguardanti l'applicazione reale dei tagli, sia nell'entità sia nei tempi, da parte del gruppo capeggiato dall'Arabia Saudita, pongono un freno alle spinte ottimiste. Fino a quando non verranno pubblicati i primi dati post applicazione degli accordi di Vienna il mercato non abbandonerà la propria diffidenza, derivante da esperienze passate di promesse non mantenute (o mantenute solo in parte).

Riteniamo che in queste circostanze il rischio di veder sfumare quanto concordato tra novembre e dicembre sarebbe solo controproducente per tutti gli aderenti agli accordi, in quanto le ripercussioni sarebbero troppo pesanti per le loro economie, alcune delle quali in ginocchio.

Individuiamo invece il principale rischio ribassista nella ripresa della produzione americana, che potrebbe avere un vigore maggiore di quanto attualmente stimato. La crescita dell'attivazione di trivelle prosegue a ritmi elevati, e le politiche energetiche perseguite dalla nuova amministrazione di Washington appaiono improntate a dare una spinta ancora più forte alle attività estrattive delle corporate statunitensi. Nel corso dell'anno l'aumento dell'output potrebbe superare le attese di 300 mila barili al giorno e limitare l'effetto positivo - per il riequilibrio del mercato - portato dalla politica di tagli dell'OPEC.

Per queste ragioni stimiamo che i prezzi del petrolio sono destinati a muoversi nell'attuale range compreso tra i 50 e i 60\$ al barile: il nuovo indirizzo dell'OPEC rafforza il supporto a 50\$, rendendo difficili scommesse al ribasso sotto questa soglia, mentre le potenzialità di crescita della produzione USA frenano le scommesse verso obiettivi superiori ai 60\$.

Il mercato si trova in una sorta d'impasse. Solo i dati che verranno pubblicati nei prossimi mesi forniranno indicazioni più precise al mercato, seppur riteniamo che solo eventi straordinari potranno muovere le quotazioni del greggio al di fuori del range compreso tra i 50 e i 60\$/barile.