

Petrolio

- Il Crude Oil è la materia prima più scambiata al mondo. Il principale future viene scambiato al Nymex.
- Dopo un andamento piuttosto laterale durante gli anni '90, ad eccezione di inizio decennio in concomitanza con la guerra in Iraq, il greggio ha accelerato in modo marcato la crescita dal 2002/2003 in seguito all'uscita degli Usa dalla recessione ed all'accelerazione dei consumi da parte delle economie emergenti.
- Negli ultimi anni sono emersi diversi segnali di rigidità crescente dell'offerta ricollegabile a: 1) tasso di crescita negativo delle riserve mondiali stimate; 2) potenziale saturazione dell'offerta russa che dal 1998 ad oggi ha segnato una crescita del 58%; 3) maggiore riluttanza dei paesi arabi ad incrementare la produzione parallelamente al forte trend di svalutazione del Dollaro.
- Lo scenario base è di possibile ridimensionamento dei prezzi che potrebbe però collocarsi più realisticamente alla fine del 2008, quando potrebbero essere più evidenti i segnali di rallentamento globale, a condizione che non vi siano impatti negativi dalla stagione degli uragani.
- L'atteso ridimensionamento potrebbe difficilmente portare i prezzi al di sotto della soglia degli 80\$/b, indicata da alcuni membri Opec come prezzo minimo limite tollerato dal cartello.
- Nel frattempo, i prossimi mesi potrebbero ancora essere caratterizzati da forte volatilità senza pertanto escludere la possibilità di continuazione del rally rialzista. In questo periodo sarà molto importante verificare se vi saranno decisioni concrete sul tema della limitazione delle posizioni da parte degli *index funds*.

Descrizione della materia prima e dei mercati di riferimento

Il Crude Oil è la materia prima più scambiata al mondo. Il principale future viene scambiato al Nymex. Tale contratto è basato sulla qualità WTI (West Texas Intermediate). Tale tipologia di greggio appartiene alla qualità "light" cioè a bassa densità e pertanto ritenuta più pregiata. La densità si misura in *API gravity* (American Petroleum Institute), una misura con la quale si determina la pesantezza del greggio rispetto all'acqua. Il Wti appartiene anche alla qualità "sweet" cioè meno inquinante in quanto contiene una quantità di zolfo inferiore allo 0,5%. Grazie all'ottima liquidità e trasparenza del mercato, tale tipologia di petrolio viene utilizzata come *benchmark* internazionale per il greggio. L'unità di misura del contratto è rappresentata da 1000 barili con il luogo di consegna a Cushing in Oklahoma.

Il petrolio grezzo non ha molti utilizzi. Occorre un processo di raffinazione dal quale si ricava la benzina, il kerosene, il gasolio da riscaldamento. Da un barile di petrolio (42 galloni equivalenti a circa 159 litri) generalmente si ottengono circa 74 litri di benzina, 35 litri di gasolio da riscaldamento e 16 litri di kerosene e jet fuel. Le raffinerie durante la fase di produzione non possono scegliere cosa produrre, poiché sono tenute a rispettare dei limiti. Negli Usa hanno un margine di manovra del 3% sulla scelta di quale derivato produrre di più.

Le tipologie di greggio quotate nel mondo sono il greggio negoziato a Dubai, il Brent del mare del Nord quotato all'ICE, il canadese Bow River. Infine vale la pena menzionare il basket di riferimento per l'Opec, usato dal cartello per monitorare i prezzi del greggio prodotto dai membri.

Andamento di mercato

Dopo un andamento piuttosto laterale durante gli anni '90, ad eccezione di inizio decennio in concomitanza con la guerra in Iraq, il greggio ha accelerato in modo marcato la crescita dal 2002/2003 in seguito all'uscita degli Usa dalla recessione ed all'accelerazione dei consumi da parte delle economie emergenti. Nonostante temporanei momenti di correzione, come avvenuto nella seconda parte del 2006, il prezzo si è mantenuto su valori storicamente molto elevati a causa delle numerose incertezze politiche che hanno caratterizzato gli ultimi anni (guerra in Iraq ed Afghanistan, attacchi terroristici in Nigeria, tensioni con l'Iran, ecc.). La forte domanda globale di greggio ha inoltre evidenziato momenti di tensione sul fronte delle scorte Usa in taluni momenti dell'anno, anche in seguito ad eventi climatici (ad esempio l'uragano Katrina nel 2005). Un'ulteriore spinta al rialzo è giunta dall'aumento della domanda degli investitori, favorita dal boom delle materie prime e dalla maggiore facilità di accesso da parte anche di investitori privati grazie all'introduzione degli ETF.

Nella **figura 1** possiamo notare come nel corso del 2007 gli speculatori abbiano raggiunto il livello più elevato di posizioni combinate nette rialziste sul contratto Wti. Attualmente si trovano su livelli di poco inferiori a quelli record.

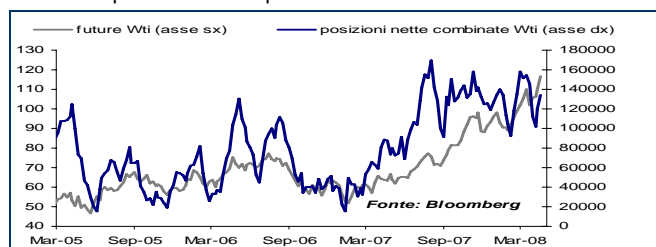


Fig. 1: future Wti continuo, posizioni combinate nette lunghe degli speculatori (fonte Cftc)

Il trend di deprezzamento del Dollaro ha infine contribuito alla crescita dei prezzi, rendendo meno oneroso l'acquisto da parte di investitori esteri. L'inizio del 2008 è stato piuttosto volatile. Nella

prima parte si è verificata una profonda correzione da quota 100\$ fino a circa 86\$. Successivamente è ricominciata la fase di rialzo fino agli attuali record prossimi a 120\$/barile.

Sul fronte scorte Usa da inizio anno è cominciata la tipica fase di accumulo, come evidenziato nella **figura 2**. Sebbene il livello attuale sia inferiore ai valori del 2006 e 2007, è praticamente in linea con la media degli ultimi 5 anni. Il tasso di raffinazione è attualmente invece molto inferiore alla media degli ultimi 5 anni e potrebbe aver contribuito all'aumento dei prezzi, creando una situazione di "colli di bottiglia".

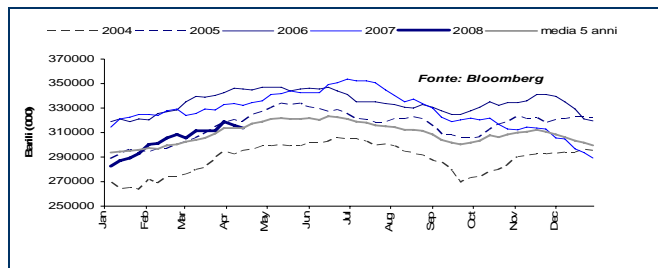


Fig. 2 : DOE scorte di greggio 2004-2008

Nel frattempo le scorte di benzina si trovano su livelli record (**Fig. 3**). Quelle di distillati invece nelle ultime settimane sono calate sotto la media degli ultimi 5 anni dopo essere rimaste su livelli superiori per la maggior parte dell'anno.

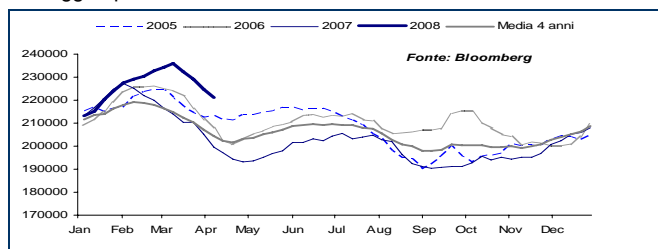


Fig. 3 : DOE scorte di benzina 2005-2008

Con riferimento alla pendenza di curva, l'attuale conformazione è in *backwardation* (prezzo dei future con scadenza lontana inferiore a quelli con scadenza più ravvicinata). Tale conformazione di curva ha raggiunto livelli record a metà dello scorso marzo anticipando un calo temporaneo dei prezzi spot come già avvenuto in passato segnalando un eccesso di domanda sui contratti a scadenza più breve. In seguito il livello di backwardation della curva è rimasto su livelli elevati sebbene non estremi. (**Fig. 4**).

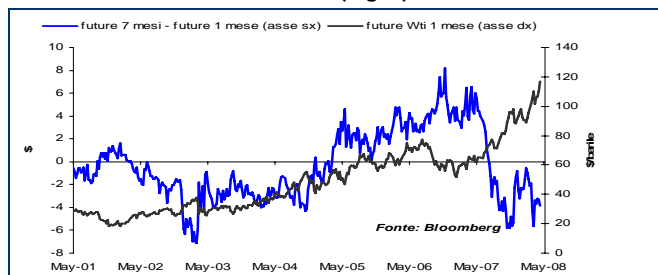


Fig. 4: future Wti - pendenza di curva forward 1 e 7 mesi

Aspetti fondamentali

Il petrolio è una fonte di energia esauribile. Nel 2006 le riserve globali accertate si attestavano a 1208,2 Mld di barili secondo i dati forniti da BP. La maggior parte delle riserve sono collocate in Medio Oriente con una percentuale del 61% (**Fig. 5**). E' altresì possibile osservare l'andamento della crescita delle riserve dal 1980. Il tasso annuale di crescita è stato molto elevato fino al 1998, dopodiché è seguita una fase di ridimensionamento. Nel 2006 la crescita tendenziale è stata negativa dello 0,1%. L'ultima volta accadde nel 1990. Questa situazione pertanto evidenzia l'attuale rigidità dell'offerta, spiegando perché il greggio sia molto sensibile a shock esterni.

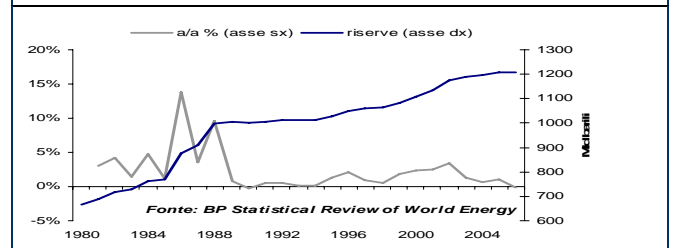
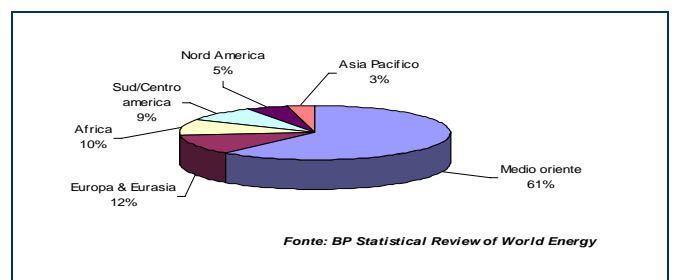


Fig. 5: allocazione geografica delle riserve accertate nel 2006; andamento storico 1980-2006 (Mld barili) e variazione a/a %

Nella **tabella 1** è possibile osservare i principali produttori, consumatori, importatori ed esportatori netti a livello mondiale. Secondo i dati dell'**Energy Information Administration (EIA)** nel 2006 gli Usa sono stati i principali importatori, seguiti da Giappone, Cina, Germania e Corea del Sud. I principali esportatori netti sono stati l'Arabia Saudita, la Russia, gli Emirati Arabi, la Norvegia e l'Iran. A livello di produzione l'Arabia Saudita, la Russia, gli Usa e l'Iran sono i principali a livello globale. Sul fronte consumi in cima alla lista figurano Usa, Cina e Giappone.

Importatori netti	Esportatori netti	Produttori	Consumatori
Usa	12357 Arabia Saudita	8525 Arabia Saudita	10665 Usa
Giappone	5031 Russia	6757 Russia	9677 Cina
Cina	3428 Emirati Ar.	2564 Usa	8331 Giappone
Germania	2514 Norvegia	2551 Iran	4148 Russia
Sud Corea	2156 Iran	2487 Cina	3845 Germania
Francia	1890 Kuwait	2316 Messico	3707 India
India	1733 Venezuela	2183 Canada	3288 Canada
Italia	1568 Nigeria	2141 Emirati Ar.	2945 Brasile
Spagna	1562 Algeria	1842 Venezuela	2803 Sud Corea
Taiwan	940 Messico	1710 Norvegia	2786 Messico

Fonte: EIA 2006; migliaia barili al giorno

Tab 1: principali produttori, consumatori, import, export nel 2006

La **tabella 2** riporta le previsioni fornite dall'EIA (Energy Information Administration) nell'ultimo report mensile di aprile. In base a tali informazioni, il 2007 si è concluso con un deficit di produzione di circa 700.000 barili al giorno, ma lo scenario sembrerebbe destinato a cambiare nel corso dei prossimi 2 anni. Nel 2008 la produzione mondiale è attesa crescere del 2,4% (+1,2% ex Opec), mentre i consumi dovrebbero salire solamente dell'1,4%. Lo scenario si basa sulle seguenti assunzioni: 1) aumento della produzione da parte dell'Opec del 4%; 2) crescita Usa all'1,1% nel 2008. Quest'anno potremmo avere un lieve surplus di produzione per circa 100.000 barili al giorno, mentre per il 2009 potrebbe ritornare un deficit di produzione di 190.000barili. **Di conseguenza l'istituto si aspetta un prezzo medio del Wti pari a 101\$ nel 2008 ed a 92,5\$ nel 2009. Segnaliamo che a marzo l'IEA si aspettava un surplus sia nel 2008 sia nel 2009.**

OFFERTA (Mln b/g)	2007	2008	2009	% 2008	% 2009
Paesi Ocse	21.43	21.12	21.32	-1.4%	0.9%
Non Ocse	63.24	65.56	66.38	3.7%	1.3%
OPEC	35.43	36.85	36.39	4.0%	-1.2%
Cina	3.9	3.88	3.99	-0.5%	2.8%
Produzione mondiale	84.66	86.68	87.7	2.4%	1.2%
Prod. mondiale ex Opec	49.24	49.83	51.3	1.2%	3.0%
CONSUMI (Mln b/g)	2007	2008	2009	% 2008	% 2009
Paesi Ocse	48.96	49.05	49.19	0.2%	0.3%
Non Ocse	36.39	37.53	38.7	3.1%	3.1%
Cina	7.58	7.95	8.28	4.9%	4.2%
Consumi mondiali	85.36	86.58	87.89	1.4%	1.5%
Surplus/deficit	-0.7	0.1	-0.19	-114.3%	-290.0%
Scorte Usa (Mln barili)	965	976	990	1.1%	1.4%
Scorte Ocse (Mln barili)	2580	2608	2585	1.1%	-0.9%

Fonte: EIA - Aprile 2008

Tab. 2: fondamentali offerta/domanda 2007-2009

Tale scenario è però dipendente dalle decisioni che l'Opec adotterà nei prossimi mesi. Attualmente il cartello produce circa il 42% dell'offerta globale. Le decisioni future in tema di produzione saranno probabilmente finalizzate a massimizzare i proventi. Da qui l'intenzione di mantenere il prezzo del greggio su livelli elevati tali da non incentivare troppo il ricorso a fonti energetiche alternative. Occorre sottolineare che da alcuni mesi è in atto una **divergenza di vedute tra l'Opec ed i paesi occidentali**. Ad esempio l'IEA (*International Energy Agency*) ha invitato più volte il cartello ad aumentare la produzione alla luce del trend calante delle scorte nei paesi Ocse. La richiesta è stata esaudita a settembre con un aumento di 500.000b/g a partire dallo scorso novembre. Il target è stato portato a 27,2 Mln barili al giorno. Successivamente le richieste sono proseguite da più parti su timori di manovra insufficiente. Nell'ultima riunione del 5 marzo 2008 a Vienna, la produzione è stata lasciata invariata ritenendo che l'attuale livello sia sufficiente a soddisfare la domanda del primo trimestre dell'anno. Secondo il cartello la principale causa dei forti rincari è da ricercarsi nel ruolo degli speculatori piuttosto che in motivi fondamentali. La prossima riunione formale si terrà a settembre, anche se non è stata esclusa una riunione d'emergenza qualora fosse necessario. L'Opec ha però lasciato intendere che la prossima

manovra potrebbe essere un taglio della produzione, alla luce del rallentamento della crescita economica Usa.

Tornando allo scenario atteso nel 2008, analizzando l'ultimo report mensile di aprile del cartello si possono notare differenti stime di crescita su domanda e consumi rispetto all'EIA. La produzione mondiale (ex Opec) è stimata in aumento dell'1,8%, superiore all'1,2% previsto dall'EIA. Sul fronte consumi le view dell'Opec e dell'EIA (+1,4%) è allineata, dopo che per numerosi mensili passati erano state divergenti. In sintesi, la differente aspettativa sul lato della produzione a livello globale spiega come mai nonostante le richieste di aumento della produzione fatta dall'occidente, l'Opec abbia sempre mostrato ritrosia, giustificando l'aumento dei prezzi attuali non sulla base di fattori fondamentali ma speculativi. Il livello di offerta attuale viene pertanto ritenuto ideale. In effetti i dati del Cftc evidenziano un ruolo non certo marginale di tali attori. Nella **figura 6** è possibile vedere la media mobile a 4 settimane delle posizioni speculative combinate sul Wti e la trendline che presenta un trend crescente. Nella seconda parte del 2007 sono stati raggiunti livelli record che persistono tuttora. Il grafico senza ombra di dubbio dimostra l'accresciuta importanza degli speculatori sul mercato.

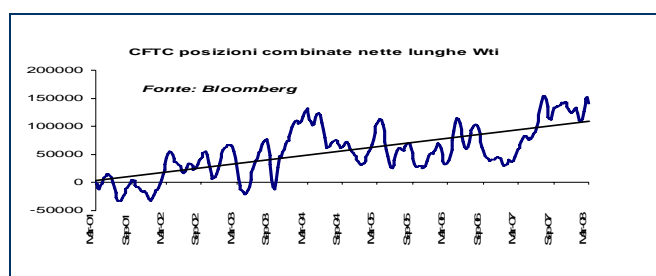


Fig.6: CFTC posizioni combinate nette lunghe (media 4 settimane)
Linea di regressione

Per il 2008 tra i fattori che spingerebbero verso l'ipotesi di **ribasso** segnaliamo:

- 1) **Rallentamento globale dell'economia.** La probabile recessione negli Usa potrebbe comportare un ridimensionamento della crescita globale, con conseguente rallentamento della domanda di greggio;
- 2) **Prezzi in prossimità dei livelli record.** L'elevato livello del greggio potrebbe impattare direttamente sull'economia, amplificando il rallentamento economico. A differenza di altre materie prime (come ad esempio gli agricoli), i prezzi si collocano su nuovi record anche se espressi in termini reali;
- 3) **Turbolenze sui mercati finanziari.** Nel caso di perturbazioni sui mercati per motivi indipendenti dal greggio (ad esempio *credit crunch*) con brusco aumento dell'avversione al rischio da parte degli investitori, potrebbero verificarsi forti liquidazioni delle posizioni speculative sui principali mercati finanziari. Un

andamento temporaneo in tal senso ha coinvolto l'intero comparto delle materie prime intorno alla metà di marzo quando il petrolio è calato da 111 a 99\$ in 4 giorni. La possibilità di modifiche normative sui mercati delle materie prime per ridurre il peso degli investitori passivi potrebbe contribuire ad alimentare le turbolenze;

4) Trend di apprezzamento del Dollaro.

Tra i fattori che invece potrebbero spingere verso l'ipotesi di un rialzo dei prezzi oltre i 100\$/barile in modo stabile segnaliamo:

- 1) **Aumento delle tensioni geopolitiche.** Esistono numerose tensioni a livello globale che potrebbero influire negativamente sull'offerta di greggio. In tale scenario le pressioni al rialzo sui prezzi sarebbero elevate a causa della scarsa elasticità della curva di offerta per il greggio. Il livello attuale delle scorte di greggio dei paesi Ocse si colloca su valori poco distanti dalla media degli ultimi 5 anni, contribuendo a rendere ulteriormente sensibile il prezzo a shock esterni;
- 2) **Eventi naturali sfavorevoli e/o danni alle infrastrutture.** Rientrano in questa categoria eventi imponderabili come ad esempio la consueta stagione degli uragani nel Golfo del Messico (che va da giugno a novembre) oppure danni alle raffinerie causate da incendi, attentati od azioni simili;
- 3) **Appetibilità delle materie prime in generale.** Gli investitori potrebbero continuare nel corso del 2008 il processo di aumento dell'esposizione di portafoglio verso le materie prime. La motivazione potrebbe risiedere sia in ottica di semplice diversificazione, sia in ottica di ricerca di rendimenti più elevati, sia in ottica di copertura verso i rischi inflattivi. Il greggio potrebbe beneficiare in via indiretta degli acquisti da parte dei gestori passivi poiché generalmente il settore energia è quello con maggiore peso negli indici legati alle commodity;

A tali considerazioni va aggiunta la percezione sempre più evidente di un **potenziale cambiamento dell'atteggiamento del cartello Opec**, soprattutto della componente araba che appare meno propensa ad ulteriori rialzi della produzione per cercare di calmierare i prezzi almeno nel breve termine. In passato si riscontrava un atteggiamento più incline a cedere alle pressioni Usa. Probabilmente in questo caso potrebbe incidere il contestuale forte trend di deprezzamento del Dollaro che tende a ridurre il potere reale di acquisto dei proventi del greggio, richiedendo un livello nominale più elevato come difesa dal rischio di ulteriore svalutazione del biglietto verde. Di conseguenza, le stime EIA prima citate che contemplan nel 2008 un incremento della produzione Opec del 4%, potrebbero risultare errate per eccesso.

Dall'altro lato occorre anche considerare che il forte incremento registrato dalla **produzione russa** (+58% dal 1998 ad oggi) sembrerebbe aver raggiunto un picco a causa della possibile saturazione dell'attuale capacità produttiva dei pozzi petroliferi. Un primo segnale in tal senso è rappresentato dal fatto che per la prima volta in dieci anni a marzo si è assistito ad un calo della produzione

giornaliera russa (9,76Mln di barili al giorno da 9,83Mln di dicembre). In questo caso il principale fattore di criticità è rappresentato dal fatto che negli ultimi anni la Russia non ha effettuato investimenti in nuovi pozzi di petrolio ad esempio nella zona dell'Artico. Tale processo, anche nel caso in cui fosse avviato a breve termine, richiederebbe però alcuni anni prima dell'effettiva messa in produzione.

In sintesi, lo scenario di rallentamento della crescita globale con progressiva estensione anche all'area asiatica, lascia supporre un **ridimensionamento della domanda** con conseguente potenziale ridimensionamento dei prezzi petroliferi. Occorre però considerare anche diversi fattori legati da un lato ad una **maggiore rigidità dell'offerta e dall'altro ad un incremento strutturale dei rischi geopolitici oltre che ambientali (global warming)**.

Di conseguenza lo scenario base è di **possibile ridimensionamento dei prezzi che potrebbe però collocarsi più realisticamente a fine 2008**, quando potrebbero essere più evidenti i segnali di rallentamento globale. In ogni caso, in base alle considerazioni prima citate sulla maggiore rigidità dell'offerta, l'atteso ridimensionamento potrebbe difficilmente portare i prezzi al di sotto della soglia degli 80\$/b, indicata da alcuni membri Opec come prezzo minimo limite tollerato dal cartello.

La collocazione temporale dell'ipotesi di calo del greggio è ovviamente molto dipendente dall'ulteriore ipotesi di assenza di impatto negativo della stagione degli uragani, alla stregua ad esempio di quanto si verificò nell'estate del 2006 quando il prezzo del greggio passò da circa 75\$/b a circa 55\$ nell'arco di poco più di un mese.

Nel frattempo, i **prossimi mesi** potrebbero ancora essere caratterizzati da **forte volatilità senza pertanto escludere la possibilità di continuazione del rally rialzista**. In questo periodo sarà molto importante verificare se vi saranno decisioni concrete sul tema della limitazione delle posizioni da parte degli index funds.

	Spot	2T 08	3T 08	4T08	2009	2010	2011
Wti (consensus)		92.82	90	90	86.7	85	80
Prezzi forward	117.8	115.1	115.71	114.07	110.89	108.23	107.43
Fonte: Bloomberg							
PIL	2005	2006	2007 (E)	2008 (F)	2009 (F)		
Globale	4.4	5	4.9	3.7	3.8		
Paesi sviluppati	2.5	3	2.7	1.3	1.3		
Usa	3.1	2.9	2.2	0.5	0.6		
Euro Area	1.5	2.8	2.6	1.4	1.2		
Giappone	1.9	2.4	2.1	1.4	1.5		
Mercati emerg.	7	7.7	7.9	6.7	6.6		
Fonte: Fondo Monetario Internazionale							

Tab.3 – Consensus e prezzi forward greggio Wti – Crescita mondiale 2005-2009(stimata)

AVVERTENZE

Il presente Documento è distribuito da MPS Capital Services Banca per le Imprese S.p.A. ("MPS Capital Services"), a mezzo posta e/o in forma elettronica, esclusivamente ad investitori istituzionali ovvero ad operatori qualificati, così come definiti nell'art. 31 del Regolamento Consob n° 11522 del 1° luglio 1998 e successive modifiche ed integrazioni.

MPS Capital Services è una società appartenente al Gruppo MPS ed un intermediario autorizzato ai sensi di legge.

Il Documento è destinato esclusivamente all'utilizzo ed alla consultazione da parte della clientela di MPS Capital Services e viene diffuso per mera finalità informativa ed illustrativa; esso non intende sostituire in alcun modo le autonome e personali valutazioni che i singoli destinatari del Documento sono tenuti a svolgere prima della conclusione di qualsiasi operazione per conto proprio o in qualità di mandatari.

Le informazioni e le opinioni contenute nel presente Documento si basano su fonti ritenute affidabili ed elaborate in buona fede, tuttavia né MPS Capital Services né altra società appartenente al Gruppo MPS rilasciano alcuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente Documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione dello stesso, e non vi è alcuna garanzia che risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute.

Tutte le opinioni espresse nel presente documento sono soggette a modifica senza preavviso.

Qualsiasi riferimento diretto ed indiretto ad emittenti o titoli non è, né deve essere inteso, quale offerta di vendita o acquisto di strumenti finanziari di qualsiasi tipo.

MPS Capital Services e nessuna delle società del Gruppo MPS, né alcuno dei loro amministratori, rappresentanti, funzionari, quadri o dipendenti, può essere ritenuta responsabile per eventuali perdite determinate dall'utilizzo del presente Documento.

MPS Capital Services e le società del Gruppo MPS, gli amministratori e/o rappresentanti e/o le rispettive persone ad essi strettamente legate, possono avere rapporti di natura bancaria e finanziaria con eventuali emittenti qui citati ovvero avere interessi specifici con riferimento a società, strumenti finanziari o operazioni collegate al presente Documento.

Per esempio MPS Capital Services e le società del Gruppo MPS possono svolgere attività d'investimento e d'intermediazione, avere rapporti partecipativi diretti ed indiretti con emittenti qui menzionati e prestare ad essi servizi di consulenza; inoltre, con particolare riferimento agli strumenti finanziari eventualmente citati, esse possono altresì svolgere attività di "prestito-titoli", sostenerne la liquidità con attività di "market making" su mercati regolamentati o sistemi di scambi organizzati. MPS Capital Services potrebbe strutturare titoli ed operazioni con rendimenti collegati a parametri e strumenti finanziari qui menzionati.

Si specifica che l'elenco dei potenziali conflitti d'interesse indicati può non esaurire il complesso dei conflitti stessi.

Per quanto non riprodotto nelle presenti Avvertenze, si fa espresso rinvio a quanto riportato nel sito internet www.mpsfinance.it ed alle relative condizioni del servizio.

Procedendo alla lettura di questo documento, si accettano automaticamente le limitazioni e le avvertenze precedentemente riportate.