



## FOCUS SUL PETROLIO

Marzo 2016

# SCISTO STATUNITENSE: LA SALVEZZA E IL FLAGELLO DEL MERCATO PETROLIFERO



**MICHAEL CLEMENTS, CFA**

Head of European Equities  
Portfolio Manager

*«Con il crollo dei prezzi del petrolio di oltre il 60% da metà 2014, il sentiment nei confronti delle azioni petrolifere è chiaramente negativo e il settore non gode di favore. Sebbene vi sia un elevato grado di incertezza in merito all'andamento dei prezzi del petrolio nel breve termine, il mercato dovrebbe muoversi da una posizione di eccesso di offerta a una maggiormente equilibrata entro i prossimi 12 mesi.»*



**ALASDAIR CUMMINGS**

Senior Analyst

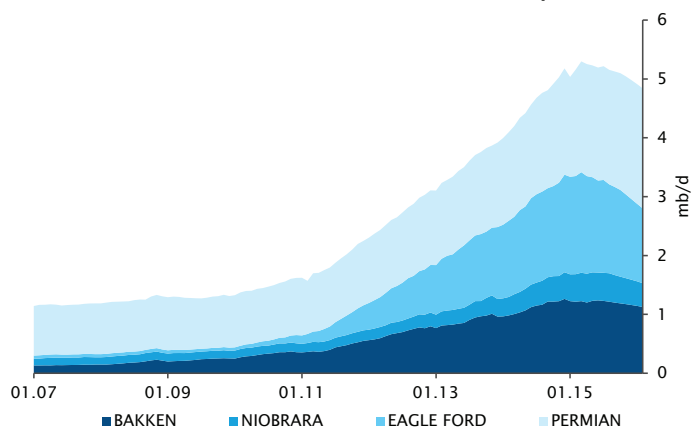
La seguente analisi contiene le opinioni del gestore di portafoglio della pubblicazione.

## ASPETTI SALIENTI

- I prezzi del petrolio sono crollati di oltre il 60% e sono rimasti deboli, principalmente a causa della resistenza della rigida produzione petrolifera degli Stati Uniti.
- La carenza di investimenti odierna comporterà la scarsità di offerta futura, con i prezzi che segneranno una ripresa. Tuttavia, la tempistica è incerta a causa di diversi ostacoli per il prezzo del petrolio che potrebbero mantenerlo basso per un periodo prolungato.
- Per proteggersi da questo scenario, è importante investire in società in grado di fronteggiare un tale contesto dotate delle seguenti caratteristiche: produzione a basso costo; rischio geopolitico basso; e bilanci solidi.

**Le condizioni erano ottimali per lo scisto statunitense tra il 2011 e metà 2014** poiché il mercato petrolifero globale ha registrato un periodo di prezzi stabili ed elevati, con il greggio in media superiore a USD 110/barile. Durante tale fase, le turbolenze geopolitiche in Libia, Iraq e Iran hanno portato a una riduzione delle esportazioni che ha creato una carenza di offerta sui mercati. Il rigido petrolio statunitense è venuto in soccorso e ha tamponato la perdita grazie a progressi tecnologici nelle tecniche di finanziamento orizzontale, e finanziato da un prezzo del petrolio «caro» e da un credito conveniente. Ne è seguita la crescita spettacolare della produzione, e la produzione di

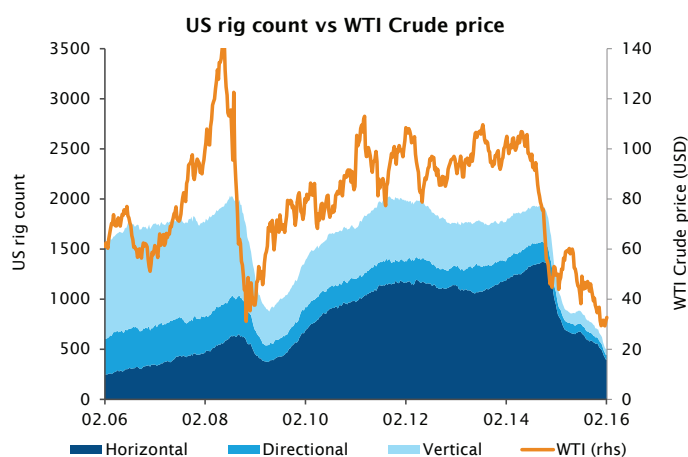
**Oil Production of Selected US Shale Plays**



scisto statunitense è aumentata a oltre 4,5 milioni di barili/giorno, equivalente a quasi il 5% della domanda di greggio globale.

## La produzione di scisto è rimasta solida nonostante i deboli prezzi del petrolio.

La decisione dell'Arabia Saudita di abbandonare il proprio ruolo di guardiano del mercato dell'OPEC e di «aprire i rubinetti», unita al ritorno dell'offerta proveniente dall'Iraq, ha spinto verso un primo calo dei prezzi del petrolio terminato a fine 2014. In seguito, il numero di impianti statunitensi (che storicamente è stato fortemente correlato ai volumi di produzione del petrolio di scisto) è crollato, benché i volumi di scisto siano diminuiti solo moderatamente. La resistenza dello scisto, unita all'abolizione delle sanzioni nei confronti dell'Iran, ha portato a un eccesso di offerta globale e a un ulteriore calo dei prezzi del petrolio, con i minimi in 12 anni di USD 26/barile recentemente registrati.



## I livelli record delle scorte e la resistenza dello scisto ora agiscono da principali ostacoli per il prezzo del petrolio.

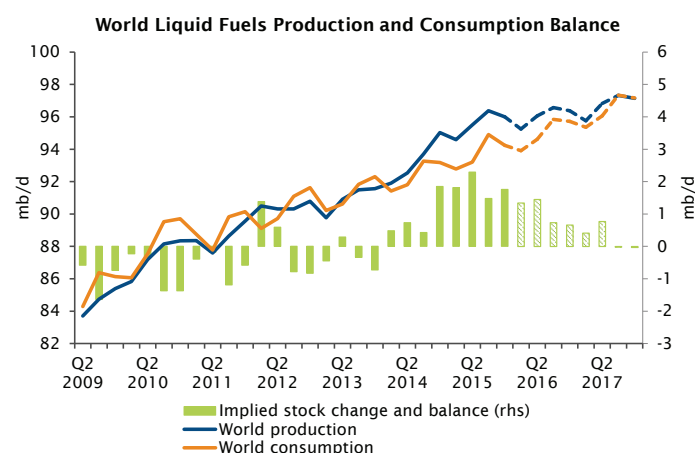
L'eccesso di offerta globale ha portato a livelli record delle scorte globali da 1,5 a 2 milioni di barili/giorno. Con la decisione dell'Arabia Saudita di perseguire una strategia basata sui volumi (in precedenza possedeva una capacità di riserva globale superiore all'80%), lo scisto statunitense ora è considerato l'unica fonte realmente variabile di offerta, data la sua capacità di adeguare rapidamente la produzione



come necessario per equilibrare il mercato. Tuttavia, per il flagello del mercato petrolifero globale, la produzione di scisto è rimasta resistente con gli operatori che «scegliono con cura» i loro aciri più produttivi e il settore che è riuscito a ridurre considerevolmente i costi per ciascun pozzo, accelerare i tempi di ciclo e aumentare la produttività dei pozzi tramite una combinazione di innovazione tecnica e di efficienze associate alla ripetizione di un processo «produttivo».

### Potrebbero occorrere ulteriori cali dei prezzi del petrolio per equilibrare il mercato.

Sebbene il netto deterioramento della condizione finanziaria delle società statunitensi di esplorazione e produzione dovrebbe persistere dati i bassi prezzi del petrolio e la riduzione dell'accesso al credito, il riequilibrio tra offerta e domanda si rivela molto più difficile del previsto. Se le riduzioni dei volumi in seguito ai fallimenti di società statunitensi di esplorazione e produzione dovessero risultare insufficienti, vi è il rischio che i tagli alla produzione abbiano luogo troppo lentamente, o non avvengano del tutto. Ciò potrebbe portare a uno scenario nel breve termine in cui i prezzi crollano ai livelli dei costi in denaro, il che spinge verso la cessazione dell'offerta dal mercato, determinando la sua graduale scomparsa come si è verificato storicamente.



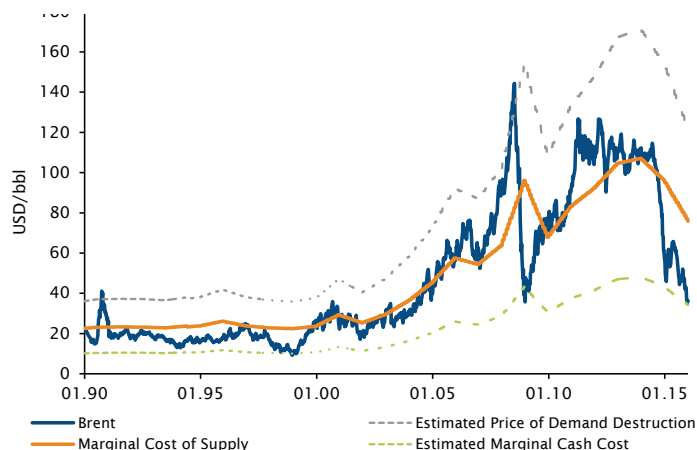
Fonte: Datastream, SYZ AM. Dati al 01.02.2016

### Al settore occorreranno prezzi più elevati per resistere nel più lungo termine.

Il prezzo del petrolio tende a oscillare tra un eccesso di offerta, in cui i costi in denaro determinano un livello minimo del prezzo (attualmente al di sotto di USD 25/barile) e il prezzo al quale si verifica la soppressione della domanda (c. USD 120/barile). Benché i prezzi possano oltrepassare questo intervallo, nel lungo termine essi presenteranno una tendenza in linea con il costo marginale della produzione, o il prezzo minimo che occorre al settore a monte per resistere. Recentemente questo ha subito una flessione, poiché il calo dei prezzi del petrolio ha portato a una deflazione dei costi strutturale e ciclica nell'intera catena di approvvigionamento. In seguito alla decisione dell'Arabia Saudita di perseguire una quota di mercato, la capacità di riserva globale è scesa al di sotto del 5% della domanda, vicino ai livelli storicamente bassi. Ciò indica che i prezzi del petrolio aumenteranno verso i livelli di costo marginale e oltre, una volta che le scorte saranno state esaurite.

### L'equilibrio del mercato petrolifero è fragile e in balia di svariati rischi di coda e ostacoli inconoscibili.

L'attuale eccesso globale da 1,5 a 2 milioni di barili/giorno rappresenta un margine molto ristretto di eccesso di offerta di circa il 2% nel contesto del mercato petrolifero di 94 milioni di barili/giorno. Nella pagina seguente sono evidenziati alcuni dei fattori relativamente imprevedibili che possono causare un passaggio significativo nell'equilibrio del mercato e nel prezzo del petrolio rispetto alle attuali previsioni.



Fonte: Bernstein, Bloomberg, Factset. Dati al 31.12.2015

### Individuare opportunità all'interno del settore petrolifero europeo.

Con il crollo dei prezzi del petrolio di oltre il 60% da metà 2014, il sentiment nei confronti delle azioni petrolifere è chiaramente negativo e il settore non gode di favore. Sebbene vi sia un elevato grado di incertezza in merito all'andamento dei prezzi del petrolio nel breve termine, il mercato dovrebbe muoversi da una posizione di eccesso di offerta a una maggiormente equilibrata entro 12 mesi. Tuttavia, rimane la possibilità di un periodo prolungato di prezzi deboli del petrolio. In coerenza con il proprio focus sul rischio al ribasso, il team European Equities di Gruppo SYZ è alla ricerca di società con modelli di business resistenti, in grado di fronteggiare un tale contesto dotate delle seguenti 3 caratteristiche principali, in aggiunta a una valutazione interessante:

1. **Esposizione a una produzione a basso costo:** le società con esposizione all'estremità inferiore della curva dei costi del petrolio presentano un vantaggio competitivo sostenibile, poiché sono in grado di generare liquidità e rimanere redditizie anche in scenari di prezzi del petrolio bassi.
2. **Esposizione a un rischio geopolitico basso:** è prudente evitare le società con operazioni in alcune delle destinazioni turistiche mondiali meno raccomandate, in cui le turbolenze geopolitiche o il cambiamento delle politiche possono estinguere rapidamente il valore del capitale.
3. **Bilanci solidi:** consentono alle società di superare un calo prolungato dei prezzi del petrolio e offrono il potenziale per trarre profitto da attivi di qualità che possono diventare disponibili a prezzi ribassati.



Investendo in società con queste qualità, il rischio al ribasso è ridotto al minimo e fino al punto in cui vi è un rischio asimmetrico al rialzo quando si verifica un aumento dei prezzi del petrolio. Di fatto, il detto secondo cui «la cura per un prezzo del petrolio basso è un prezzo del petrolio basso» potrebbe essere corretto, poiché il sottoinvestimento odierno

nell'intero settore a monte comporterà probabilmente la scarsità di offerta futura, ciò che crea le condizioni affinché il mercato petrolifero possa salvarsi di nuovo grazie allo scisto statunitense.

| RISCHI DI CODA PER IL PREZZO DEL PETROLIO                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | OSTACOLI PER IL PREZZO DEL PETROLIO                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p><b>Turbolenze geopolitiche</b></p> <p><b>Il sottoinvestimento di capitale odierno comporterà la scarsità di offerta futura</b></p> <p><b>OPEC in soccorso?</b></p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | <p><b>Domanda inferiore alle previsioni</b></p> <p><b>Aumenti dell'offerta maggiori delle previsioni</b></p> <p><b>Rimozione delle sovvenzioni</b></p> <p><b>Un progresso tecnologico</b></p> <p><b>Efficienza dei carburanti per i veicoli</b></p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <p>In parte esacerbate dai bassi prezzi del petrolio con i paesi che faticano a equilibrare i bilanci dipendenti dal petrolio, possono portare a sospensioni dell'offerta che irrigidiscono rapidamente i mercati.</p> <p>Nel più lungo termine, alla nuova offerta occorreranno prezzi più elevati per incentivare gli investimenti, al fine di soddisfare la futura crescita della domanda e compensare l'eredità dei cali dell'offerta (circa il 5% annuo). Il periodo 2015-16 rappresenta la prima volta dal 1986-87 in cui la spesa in conto capitale a monte è diminuita consecutivamente negli anni, ciò che in definitiva crea le condizioni per una stretta</p> <p>È probabile che l'OPEC (Arabia Saudita) inverta la propria strategia basata sui volumi per alleviare la pressione fiscale. Tuttavia, così facendo andrebbe in soccorso di alcuni dei produttori di scisto statunitense che cerca di indebolire.</p> | <p>Con il rafforzamento del dollaro, le difficoltà dei mercati emergenti, il rallentamento della Cina e il gas che riacquista una forza competitiva, il 2016 potrebbe non essere un altro anno forte per la domanda di petrolio al contrario delle previsioni.</p> <p>Con Iran e Libia in particolare che sorpremono in positivo. Il ritorno dell'Iran sul mercato potrebbe vedere l'immissione di 1 milione di barili/giorno supplementare, con una potenziale apertura agli investimenti esteri che andrebbero ad esacerbare il quadro.</p> <p>Le sovvenzioni al petrolio nei mercati sviluppati sono sempre più a rischio di essere ridotte gradualmente in un contesto di bassi prezzi del petrolio. Qualora le sovvenzioni dovessero essere dimezzate, ciò potrebbe portare a un ribasso della domanda di 3 milioni di barili/giorno.</p> <p>Portare il petrolio a perdere il proprio stato monopolistico di carburante per trasporto in un mondo più sensibile alle problematiche ambientali. La domanda di petrolio correlata ai trasporti potrebbe essere ridotta drasticamente in funzione del tempo che occorrerà affinché il parco veicoli globale passi a una fonte di energia alternativa.</p> <p>Nel mondo si assiste a un'approvazione costante di standard. Nell'ipotesi che l'efficienza delle nuove automobili migliori al 3% annuo, e che l'efficienza complessiva del parco aumenti del 2% entro il decennio (l'AIE prevede il 2,5%), ciò equivale a un risparmio annuale di &gt;0,7 milioni di barili/giorno, poiché il trasporto su strada rappresenta 36 milioni di barili/giorno della domanda petrolifera.</p> |

Fonte: SYZ AM.