

Il ritorno del cheap oil

Breve guida agli investimenti

di Michael C. Lynch

Benché siano stati scritti un certo numero di libri e molti articoli su come trarre profitto da prezzi del petrolio sempre più alti, non molto è stato detto su quello che succederà quando questi prezzi scenderanno, e sicuramente lo faranno. In questo articolo, sosterrò che il prezzo del petrolio sale ciclicamente, e poi descriverò l'impatto di un suo calo su alcuni settori.

Non «se», ma «quando»

Con i prezzi in continua e rapida crescita, l'attenzione della comunità degli investitori si è concentrata su un potenziale tetto, che alcuni hanno fissato a 150 o 200 dollari al barile; secondo costoro, tale tetto sarà probabilmente raggiunto in un anno o due. È vero che potrebbe verificarsi una forma di interruzione politica nella fornitura di petrolio – una guerra civile in Nigeria, combattimenti più intensi nell'Iraq meridionale, attacchi alle condutture del Caspio – che farebbe impennare bruscamente i prezzi, ma io credo che nel complesso esista una probabilità molto maggiore che il prezzo del petrolio crolli negli anni a venire, e forse in modo drastico.

Il petrolio è un bene *mean-reverting*. Se partiamo dall'inizio, per più di un secolo il suo prezzo si è aggirato intorno a una media inferiore ai 25 dollari al barile, nonostante le guerre mondiali, il monopolio del mercato da parte della Standard Oil, la cartellizzazione della Texas Railroad Commission e, infine, le quote d'importazione statunitensi degli anni '50 e '60. Solo l'OPEC fu in grado di portare il prezzo oltre a quei livelli.

Altri osservatori hanno rilevato in modo assai pertinente che di recente la produzione petrolifera sta aumentando in modo lento, mentre la domanda continua a crescere rapidamente e il boom economico asiatico crea moltissimi nuovi ricchi consumatori; quindi hanno ipotizzato un «nuovo paradigma del mercato petrolifero» nel quale i prezzi non si abbasseranno più ciclicamente.

Tuttavia, queste argomentazioni rappresentano una caratterizzazione tipica di analisti che considerano un ciclo (o una bolla speculativa) come cambiamento permanente, non diversamente da quanto accadeva negli anni '70, quando praticamente tutti coloro che studiavano l'industria petrolifera – con l'eccezione di alcuni bastian contrari – prevedevano dei prezzi in continua crescita. Invece, le compagnie petrolifere diversificarono allontanandosi dalle proprie aree di competenza (la Mobil comprò la Montgomery Ward, e la Exxon la Reliance Electric, per citare due fra i tanti casi), l'industria automobilistica cercò di adattarsi verso una maggior efficienza (la GM introdusse la Oldsmobile die-

Michael C. Lynch è Presidente di Strategic Energy and Economic Research ed è ricercatore presso il Center for International Studies del Massachusetts Institute of Technology. Si è specializzato in Scienze Politiche presso lo stesso MIT ed è autore di numerosi studi relativi a energia e quadro internazionale, con particolare riferimento alle previsioni del mercato globale dell'energia, energia e sicurezza, strategie aziendali nel settore dell'energia e analisi dell'offerta di petrolio e gas.

Ha rivestito l'incarico di Capoeconomista per il settore energia di DRI-WEFA, Inc., una delle più importanti società di consulenza economica e la carica di Presidente della United States Association for Energy Economics. Attualmente è Senior Fellow della stessa USAEE. I suoi studi sono stati pubblicati in lingua spagnola, araba, italiana, russa e giapponese oltre che in inglese. Lynch è membro della redazione di numerose pubblicazioni, tra le quali le riviste Energy Policy e Geopolitics of Energy.

sel, mentre la Chrysler abbandonò per breve tempo le linee di automobili grandi), e gli investitori cercarono il «proiettile d'argento» che avrebbe costituito il fondamento dell'industria energetica futura.

Oggi la situazione è pressoché la stessa. La crescita della domanda globale negli anni scorsi è stata di poco superiore all'1%, anche quando l'economia globale era forte, ed è scesa dal quasi 2% di metà anni '90. Una politica seria di risparmio energetico è riuscita a farsi strada lentamente, ma ormai ci sono tutte le indicazioni del fatto che il suo momento stia arrivando e che stia prendendo forza, proprio come negli anni '80. Il recente crollo dei prezzi, del resto, supporta l'idea che l'aumento osservato quest'anno sia attribuibile più alla psicologia degli investitori che ai fondamentali di mercato, e l'indebolimento dell'economia mondiale implica che questa discesa continuerà.

Benché sia vero che l'offerta soffre a causa di problematiche varie, resta il fatto che nessuna di queste è una caratteristica permanente. La perdita di produzione causata dall'uragano Katrina sarebbe già di per sé sufficiente per portare quasi a livelli minimi record le scorte dell'OCSE, e le perdite di produzione in Iraq, Nigeria e Venezuela hanno significato una continua perdita che si aggira tra i 2 e i 3 milioni di barili al giorno. Senza questi eventi transitori, il mercato sarebbe in eccesso.

L'ago della bilancia

Cosa potrebbe far crollare il prezzo del petrolio? Una serie di fattori a breve e a più lungo termine fanno pensare che sia imminente un crollo dei prezzi, basato sulle recenti spiegazioni dei trader al valore percepito del petrolio.

Dato che la debolezza del dollaro è stata citata come una causa importante per la recente corsa al rialzo del prezzo del petrolio, l'inizio di una ripresa dell'economia americana, l'arresto nel taglio dei tassi d'interesse da parte della Fed, la moderazione dell'inflazione in Europa e/o la possibilità che la Banca Centrale Europea pianifichi di tagliare i tassi d'interesse, sono tutti segnali che tenderebbero a scoraggiare i rialzi nel prezzo del petrolio e a mostrare dei segni di debolezza.

Nel secondo trimestre le scorte non hanno avuto la consueta crescita, apparentemente a causa dei maggiori acquisti da parte dei consumatori asiatici che non riferiscono i dati e un aumento del floating storage (lo stoccaggio a bordo di apposite unità in mare aperto), ma ora sembra che anche nelle nazioni Ocse i barili stiano venendo fuori.

Sul più lungo periodo, le preoccupazioni in merito alla domanda di petrolio, soprattutto da parte di Cina e India, verrebbero mitigate da una domanda più debole in risposta ai prezzi più elevati; una domanda che non si contrae, con una crescita più lenta che farebbe pensare a dei trend sul lungo periodo, sarebbe al di sotto delle aspettative dei rialzi. E, ovviamente, un ripristino delle scorte avrebbe un impatto importante sulla deflazione del mercato dei rialzi, attraverso la ripresa della produzione in Nigeria (possibile ma non prevedibile), o dei forti aumenti dall'Iraq (probabili nel giro di uno o due anni), oppure da una migliore performance delle altre fonti non OPEC (probabile, ma con una tempistica incerta).

Vantaggi macroeconomici

Una volta crollati i prezzi, ci si troverebbe davanti a tutta una serie di effetti sui vari livelli dell'economia. In generale, il fatto di spendere somme inferiori per i prodotti petroliferi darebbe slancio a molte economie (ma non a quella russa o a quelle del Medio Oriente), accrescendo il prodotto nazionale lordo e moderando nel contempo l'inflazio-

ne, poiché i costi diminuiscono per una estesa gamma di attività. Ciò a sua volta ridurrebbe la pressione sui tassi d'interesse in regioni come l'Europa e l'Asia, e quindi si potrebbe tornare a un dollaro più forte. La fiducia dei consumatori verrebbe promossa dai prezzi inferiori, e gli scambi sicuramente ne beneficerebbero dal momento che i consumatori si ritroverebbero con maggiore disponibilità di denaro.

Qui di seguito discuterò dei specifici settori.

Mercati finanziari

Il mercato azionario quasi certamente trarrà benefici dai miglioramenti attesi nella fiducia dei consumatori e nella loro capacità di spesa, così come da un abbassamento della pressione inflazionarla. Gli indici più ampi hanno quindi la relativa probabilità di salire, mentre i bond possono trarre benefici da una minore inflazione. Rafforzandosi, il dollaro potrebbe far scendere il prezzo del petrolio, e prezzi inferiori potrebbero anche contribuire a far consolidare la moneta, poiché migliorerebbe l'equilibrio commerciale statunitense.

L'attività petrolifera upstream

Il settore *upstream* dell'attività petrolifera naturalmente soffrirà, dal momento che prezzi inferiori si traducono in profitti inferiori, ma senza un'esatta correlazione uno a uno. Tasse e royalties assorbono molta parte del prezzo del petrolio in tutto il mondo, così che i governi dei paesi produttori assorbono molto del rischio di prezzo. Le compagnie petrolifere più grandi di solito ne beneficiano meno delle piccole, avendo delle possibilità economiche maggiori, e i relativi livelli di debito diventano un indicatore di performance importante dopo il crollo dei prezzi. Diviene probabile un nuovo ciclo di acquisizioni, poiché le compagnie più grandi e in salute assorbono alcune delle più piccole con scarsità di liquidità.

Uno dei fattori da ricercare nella valutazione di come le varie compagnie supereranno i ribassi di prezzo è la loro esposizione a regimi fiscali inflessibili. Ciò implica una valutazione della situazione politica più che della struttura contrattuale, dal momento che alcuni governi sono più pronti di altri a modificare una tassazione eccessiva. In particolare, paesi come Iran e Venezuela tendono a essere molto lenti nella reazione, mentre Alberta, Algeria e Regno Unito sono molto più ragionevoli. Si può prevedere che i produttori più piccoli e più vulnerabili economicamente rivedano velocemente i propri termini per mantenere i flussi d'investimenti e di produzione.

La Russia è un caso particolare, con la sua lunga storia di sensibilità alle condizioni di mercato e alle considerazioni commerciali, anche in epoca comunista. Sfortunatamente, la situazione politica recente, con un governo che tenta di rafforzare il controllo sul proprio settore petrolifero, fa pensare che anche se può rispondere rapidamente alla diminuzione dei prezzi e creare un ambiente più favorevole agli inventori interni e stranieri, il governo può anche trarre vantaggio dall'ambiente fiscale povero per spremere di più dagli investitori privati rimanenti. Il grado con il quale il paese segue un cammino pragmatico sul nazionalismo delle risorse determinerà il modo in cui andranno le compagnie che hanno investito nel settore *upstream*.

Gas naturale

Con i prezzi del gas naturale statunitense ben al di sotto dei corrispondenti prezzi del petrolio, inizialmente la diminuzione del prezzo del petrolio non avrà un grande impatto su quello del gas nordamericano, fino a che non scenderà sotto gli 80 dollari a barile.

Tuttavia, a livello internazionale, i prezzi del gas naturale liquefatto (GNL) sono pesantemente influenzati da quelli del petrolio e scenderanno, apportando benefici ai compratori dell'Asia (soprattutto Giappone e Corea), ma colpendo gli esportatori di GNL. Renderà anche più facile per gli importatori di GNL statunitensi trovare fornitori a prezzi che siano competitivi con quelli del gas nordamericano, cosa che al momento si dimostra ardua.

Le società di servizio del campo petrolifero

In tutta probabilità, il settore dei servizi sperimenterà dei prezzi inferiori per le proprie attività (affitto di impianti di trivellazione, sondaggi sismici, eccetera) ma il peso ricadrà in modo sproporzionato sugli attori più piccoli e su coloro che offrono servizi meno sofisticati. I grandi progetti come le gigantesche piattaforme in acque profonde ne saranno influenzate solo in misura minima, dato che si tratta di sviluppi a lungo termine di solito non molto sensibili alle variazioni di prezzo dal momento che nella loro programmazione le compagnie partono da assunzioni conservative.

Al contrario, gli estrattori più piccoli del settore convenzionale dell'onshore statunitense e canadese saranno duramente colpiti perché tenderanno a essere i produttori con i costi più alti e l'attività di estrazione potrebbe crollare rapidamente. Le piccole compagnie che forniscono parti e servizi a questo settore di attività vedranno delle forti vendite e una grande pressione dei prezzi. Comunque, gli attori con più capacità di spesa alla fine ne trarranno beneficio, poiché prospereranno con il crollo dei costi e saranno in grado di rilevare i concorrenti in difficoltà finanziarie.

Il petrolio downstream (raffinatori)

Si potrebbe supporre che l'attività *downstream* prospererà grazie a costi molto inferiori per il suo input principale, ma non necessariamente sarà così. Se consideriamo che una domanda più debole è un importante elemento motore di un calo dei prezzi (se contrapposta a una produzione elevata), allora il settore *downstream* potrebbe trovarsi dinnanzi a profitti significativamente inferiori poiché i margini si restringono. È già accaduto l'anno scorso, quando il settore della raffinazione ha visto una domanda globale un po' più debole che ha ridotto la tenuta del mercato rispetto agli anni precedenti. Se, d'altro canto, la domanda è forte e l'offerta aumenta (e le perdite nigeriane sono bilanciate nel mercato da una produzione irachena in rapido aumento), allora i raffinatori indipendenti ne beneficeranno.

Industrie energy-intensive

I produttori del settore petrolchimico sarebbero fra i maggiori beneficiari di prezzi del petrolio più bassi, dal momento che utilizzano grandi quantità di energia e consumano idrocarburi come materia prima. La domanda dei loro beni dovrebbe rafforzarsi poiché un prezzo del petrolio inferiore darebbe rilancio alla propensione alla spesa dei consumatori. I produttori esteri che traggono profitto dal gas naturale locale, economico se confrontato con società europee e statunitensi, vedranno un relativo calo di redditività, poiché della situazione beneficiano maggiormente i produttori a costi più elevati.

Una delle attività più puramente basate sul basso prezzo del petrolio è il settore del trasporto aereo, la cui redditività è correlata al prezzo del petrolio in modo forte ma inverso. Tuttavia, ciò presuppone anche che le compagnie aeree non perdano nella concorrenza i potenziali profitti derivati dai prezzi bassi del carburante, eventualità verificatasi in passato. La recente chiusura di molte compagnie aeree *low-cost* statunitensi è un evento positivo che fa pensare che in futuro ci sarà meno concorrenza, anche se difficilmente si può darlo per certo. Fusioni e prezzi bassi del carburante, in aggiunta a una generale ripresa economica, potrebbero dar vita a un'epoca di boom economico per le compagnie aeree, ma previsioni di questo tipo sono sempre un azzardo.

Anche il settore dell'autotrasporto ne beneficerà direttamente, soprattutto perché lo slancio economico dovuto ai prezzi ribassati del petrolio dovrebbe comportare maggiore attività a costi del carburante ridotti. Il settore delle spedizioni marittime, con società come la DHL e la Federal Express, ne gioverà ugualmente.

In genere le *utilities* non consumano molto petrolio, ma beneficeranno dell'effetto spillover sui prezzi del gas naturale in molti luoghi. Negli Stati Uniti, i prezzi del gas naturale non sono così strettamente correlati a quelli del petrolio, ma potrebbero scendere grazie al passaggio a quest'ultimo. All'estero la situazione è diversa, poiché molte *utilities* comprano il loro gas naturale a prezzi legati a quelli petroliferi, soprattutto nel caso di Europa, Giappone, Corea e Taiwan. Le compagnie che utilizzano GNL in questi paesi trarranno considerevoli vantaggi da un abbassamento del prezzo del petrolio.

La tecnologia delle turbine a gas riceverà grande slancio dal momento che le *utilities* ridurranno l'enfasi sulle costose energie rinnovabili.

Merci agricole

I prezzi di fertilizzanti e pesticidi dovrebbero calare in modo significativo, il che significherà costi inferiori per il settore agricolo, e quindi alimenti a prezzi minori. Le grandi industrie di lavorazione degli alimentari ne beneficeranno in conseguenza, soprattutto quelle che utilizzano grandi quantità di dolcificanti derivati dallo zucchero o dallo sciroppo di mais. Con la redditività dell'etanolo ridotta, si dovrebbe verificare un allontanamento dal ricorso al mais per i biocarburanti, il che ridurrà il costo del mangime per gli animali e farà sì che anche gli altri tipi di cereali scendano di prezzo. Alcuni dei maggiori produttori di etanolo probabilmente vedranno i propri profitti in una situazione di forte pressione a meno che i prezzi del mais non scendano drasticamente, e forse anche in questo caso.

Il cotone e gli utilizzatori del cotone beneficeranno dell'abbassamento dei costi del fertilizzante, anche se saranno le fibre sintetiche a trarre dei vantaggi diretti. Grazie anche all'aumento nelle vendite, i produttori di abbigliamento dovrebbero assistere a un incremento nei loro profitti.

Energie alternative

Benché molti sostengano che il prezzo non dovrebbe essere un fattore importante nello sviluppo delle energie alternative, i consumatori (e i governi) si sono dimostrati piuttosto volubili in passato, indirizzandosi verso tali forme di energia quando i mercati apparivano in crisi e scansandole quando i prezzi tornavano alla normalità. Per le molte nuove società focalizzate su tecnologie esotiche come i veicoli a celle combustibili a idrogeno o i veicoli elettrici in generale esiste la probabilità di fallimento, e tante delle tecnologie più costose regrediranno a livelli di ricerca bassi. L'energia eolica continuerà a prosperare e quella solare, dove il sostegno dei governi è sufficiente (principal-

mente in Europa, e ancora con un ruolo di nicchia negli Stati Uniti) e i costi della sabbia catramosa in Canada scenderanno grazie ai prezzi inferiori del petrolio, mantenendole altre due alternative piuttosto appetibili.

Tuttavia, come negli anni '80, molta dell'esuberanza per questo «proiettile d'argento» risolutivo alla crisi energetica svanirà, l'indipendenza energetica diventerà un altro slogan da campagna elettorale e le antiquate società industriali che producono petrolio e gas prospereranno a lungo termine. Come con ogni tipo di bolla speculativa, gli investitori che porteranno i propri profitti quasi al massimo faranno molto bene, e gli ultimi entrati si lamenteranno unendosi al coro di tutti gli altri.

Infine, in seguito ci sarà ovviamente un altro periodo di irrigidimento del mercato, probabilmente causato da un'interruzione politica alla fornitura di petrolio, che gli analisti considereranno come un nuovo paradigma, un picco nella produzione di petrolio.

(Traduzione di Diana Mengo)

CHI SIAMO

L'Istituto Bruno Leoni (IBL), intitolato al grande giurista e filosofo torinese, nasce con l'ambizione di stimolare il dibattito pubblico, in Italia, promuovendo in modo puntuale e rigoroso un punto di vista autenticamente liberale. L'IBL intende studiare, promuovere e diffondere gli ideali del mercato, della proprietà privata, e della libertà di scambio. Attraverso la pubblicazione di libri (sia di taglio accademico, sia divulgativi), l'organizzazione di convegni, la diffusione di articoli sulla stampa nazionale e internazionale, l'elaborazione di brevi studi e briefing papers, l'IBL mira ad orientare il processo decisionale, ad informare al meglio la pubblica opinione, a crescere una nuova generazione di intellettuali e studiosi sensibili alle ragioni della libertà.

COSA VOGLIAMO

La nostra filosofia è conosciuta sotto molte etichette: "liberale", "liberista", "individualista", "libertaria". I nomi non contano. Ciò che importa è che a orientare la nostra azione è la fedeltà a quello che Lord Acton ha definito "il fine politico supremo": la libertà individuale. In un'epoca nella quale i nemici della libertà sembrano acquistare nuovo vigore, l'IBL vuole promuovere le ragioni della libertà attraverso studi e ricerche puntuali e rigorosi, ma al contempo scevri da ogni tecnicismo.