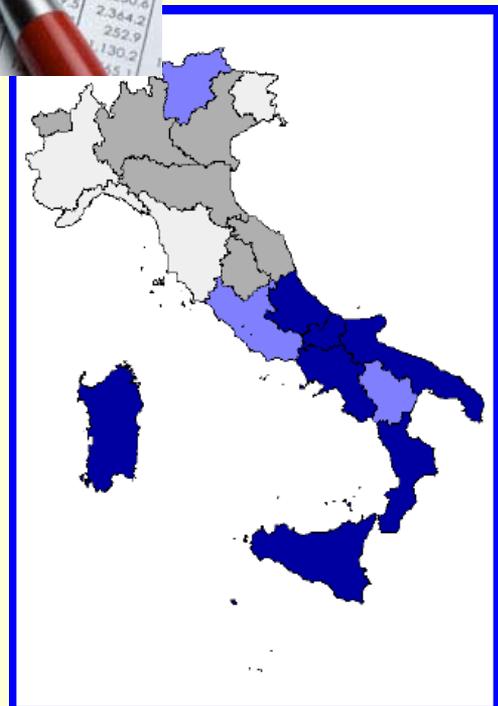


**Ufficio Studi**



**World Economic Outlook**  
GDP based on PPP per capita 2007



**FOCUS**

**PROSPETTIVE E DETERMINANTI  
DEL PREZZO DEL PETROLIO**

# Prospettive e Determinanti del Prezzo del Petrolio

Bruno Chiarini

## Recessione e petrolio

Occorre ricordare che l'economia italiana entra in recessione già un anno prima della crisi finanziaria che alla fine del 2008 ha ridimensionato il Pil di tutti i paesi occidentali. Nell'agosto del 2008 il tasso di inflazione in Italia è al 4% (un anno prima era al 2%), un incremento dovuto sostanzialmente all'aumento delle quotazioni del greggio così come quest'ultimo è il maggiore responsabile dell'inversione del ciclo economico avvenuta negli ultimi mesi del 2007 con una contrazione del Pil.

Prima dell'estate del 2007 la quotazione del petrolio era a 75 dollari per barile. Un anno dopo quasi raggiungeva i 150 dollari e le aspettative dei mercatiolgevano verso quota 200 dollari. Successivamente, lo scoppio della crisi dei sub-prime e le aspettative di recessione hanno ridimensionato fortemente l'ascesa del prezzo del petrolio. Il prezzo del petrolio si è quintuplicato dal 2002 e anche considerando il tasso di inflazione, i prezzi reali del petrolio prima della crisi finanziaria, erano del 50% superiori a quelli raggiunti nel corso del secondo shock petrolifero del 1979-80.

Le figure 1 e 2 mostrano come le medie del prezzo del petrolio siano piuttosto basse fino al 2005. Tra la fine degli anni '70 e gli inizi degli anni '80 si registrano impennate, riassorbite a metà anni '80. Dopo gli anni '90, si registra un trend prolungato e positivo fino alla metà del 2008. Riguardo l'ultimo anno, dopo i forti rialzi registrati dall'inizio dell'anno, a partire da giugno le quotazioni del petrolio hanno fluttuato tra i 60 e i 70 dollari al barile. Questi valori sono il risultato del rafforzamento della domanda di greggio, soprattutto da parte della Cina ma anche dall'aumento delle scorte nei paesi dell'OCSE.

Al di là degli effetti di breve periodo legati a conflitti e tensioni politiche (Guerra del Golfo; Crisi Asiatica; 11 settembre; Guerra in Iraq), dobbiamo chiederci se sta mutando qualcosa nelle quotazioni del greggio. La risposta è affermativa e rimanda a tre fattori che coinvolgono sia la domanda che l'offerta di greggio. Il primo riguarda la **domanda della Cina e dei paesi asiatici**; il secondo fattore riguarda il **processo di speculazione** (nei mercati dei derivati del petrolio), mentre il terzo aspetto si basa sul fatto che il petrolio differisce dalle altre commodities e non per il semplice fatto che la sua offerta sia regolata da un cartello. Una peculiarità che ha reso il greggio sensibile alle variazioni della **politica monetaria americana**. Analizziamo brevemente questi tre fattori, iniziando proprio da quest'ultimo.

## *Peculiarità del petrolio e la politica monetaria*

Il petrolio è una risorsa esauribile la cui produzione è controllata dai governi nazionali per cui costituisce la risorsa dominante del reddito nazionale. Questa semplice considerazione (**risorsa esauribile**) porta a considerare l'eventuale non estrazione del petrolio come un investimento. I proprietari di giacimenti sono chiamati a *scelte intertemporali*: estrarre più petrolio oggi o rimandare una maggiore estrazione a domani? Da questo punto di vista la scelta non può che essere determinata dal prezzo (al netto dei costi di estrazione). Tuttavia quando si devono confrontare valori in diverse date occorre scontarli con l'ausilio del tasso di sconto ( $\delta$ ). Oggi non sarà conveniente estrarre petrolio se la stessa quantità di greggio estratta domani, una volta scontata, genererà un guadagno maggiore.

$$\delta = \frac{1}{1+r} = \text{tasso di sconto} \Rightarrow 1\$ \text{ oggi vale } \frac{1}{1+r} \$ \text{ domani, e } \frac{1}{(1+r)^2} \$ \text{ dopodomani, ecc....}$$

Dove ( $r$ ) rappresenta il tasso di interesse. Con un tasso di interesse del 4% (0.04) un dollaro oggi vale 96.2 centesimi domani, e circa 92.4 centesimi dopodomani. Con un tasso di interesse del 3%, 1\$ oggi vale 97.1 centesimi domani e 94.3 centesimi dopodomani. Con un tasso di interesse reale negativo, 1\$ oggi vale 1.02\$ domani e 1.04\$ dopodomani.

E' importante notare che scontando l'estrazione di petrolio, e quindi, definendo una scelta intertemporale (dinamica: meglio oggi o domani?), l'estrazione di petrolio stessa dipende dal tasso di interesse. In ultima analisi ciò significa che la scelta relativa alla quantità di greggio da estrarre dipende dalla **politica monetaria**. Più il tasso di interesse oggi è elevato, più si sconta il futuro e un dollaro domani ha meno valore dal punto di vista del presente. Quindi si ha convenienza ad essere impaziente e procedere ad investire oggi nell'estrazione: infatti i profitti ottenuti potrebbero essere reinvestiti con un alto rendimento.

Viceversa, un tasso di interesse basso comporta un valore meno scontato nel futuro dal punto di vista del presente. In questo caso l'onere per un paese produttore di rinviare l'estrazione di maggiori quantità di greggio è minore. Nel caso limite di un tasso di interesse reale negativo è assolutamente conveniente rinviare l'estrazione: i profitti ottenuti dall'estrazione e reinvestiti genererebbero guadagni inferiori.

Le politiche espansive che hanno comportato, negli Stati Uniti, bassi tassi di interesse per un prolungato periodo (l'epoca di espansione prolungata di Greenspan) hanno avuto un impatto significativo sulla scelta di estrazione del greggio e, di conseguenza, sul prezzo del petrolio a fronte di una domanda crescente. Nell'ultimo decennio, rimandando l'estrazione delle quantità di greggio di un ammontare rilevante e pari a quello richiesto dal mercato per la forte crescita della Cina, i prezzi si sono impennati.

Gli stock di petrolio detenuti nel sottosuolo riducono quelli detenuti in scorte in superficie e la decisioni di quanto produrne è soggetta allo stesso calcolo che pone in relazione inversa i tassi di interesse e i futuri apprezzamenti delle scorte.

*E' banale notare come questo effetto sia ora cruciale per la crescita dell'economia in occidente: ogniqualvolta si tenti di far prosperare l'economia mantenendo bassi i tassi di interesse, in presenza di incrementi di domanda (quella proveniente dai paesi asiatici) il prezzo del greggio tenderà ad aumentare, minando la crescita stessa, o riducendone fortemente il potenziale.*

Figura 1

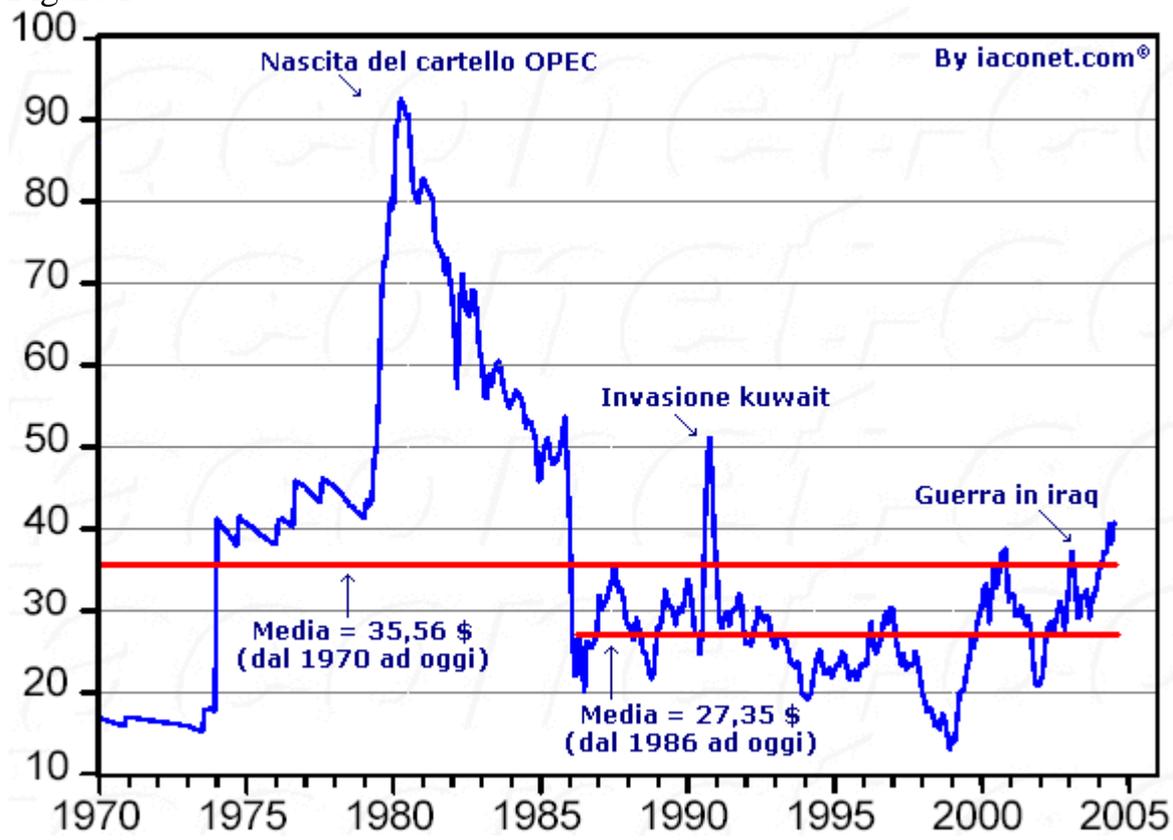
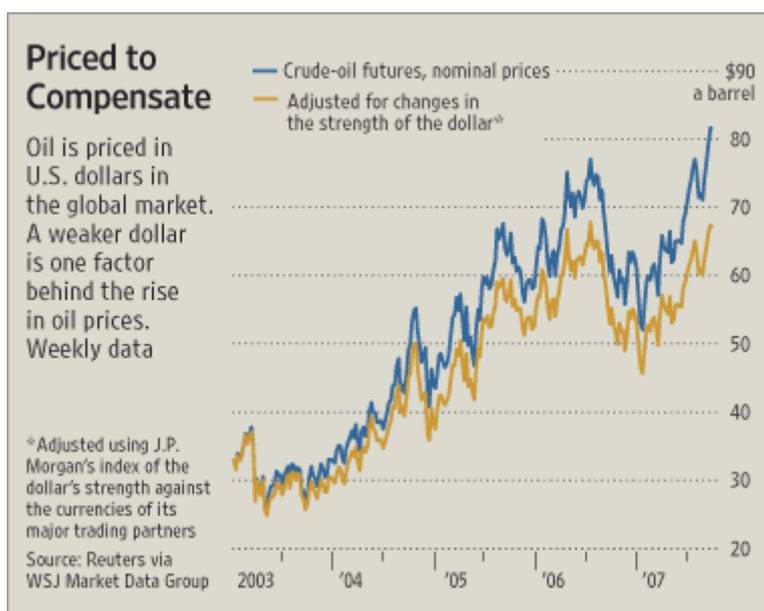


Figura 2



Ma l'effetto di una politica monetaria accomodante non termina con il tasso di interesse, ma coinvolge la valuta, deprezzandola. La figura 3 mostra che quando la Federal Reserve ha effettuato una politica più accomodante, il dollaro si è deprezzato (e i tassi sono scesi) e il prezzo del greggio in dollari è salito. Occorre riconoscere a questo proposito che non esiste un pieno consenso (è il dollaro a far aumentare le quotazioni del greggio o il greggio a far deprezzare il dollaro?), tuttavia se si considera la politica monetaria accomodante con la riduzione dei tassi, è più probabile che sia il dollaro a spingere le quotazioni del greggio.

Figura 3



## *La Cina*

La Cina e i paesi asiatici, oggi non costituiscono un problema dal punto di vista della domanda di greggio. La domanda di greggio avrà una impennata (forse incontrollata) dal momento che lo sviluppo a ritmi serrati coinvolgerà ampie aree e quindi la gran parte delle famiglie cinesi che ancora non ne beneficiano affatto. Le stime indicano che ciò potrebbe accadere nel giro di 15-20 anni (2025). Ovviamente questa è una semplice previsione e in quanto tale è al netto di eventi esogeni (scoperte nel campo nell'energia, rallentamento dei ritmi di crescita dei paesi asiatici e della Cina per diverse cause interne, protocolli di intesa su clima e inquinamento ecc. ). Alcune stime indicano che il prezzo del greggio potrebbe raggiungere per quella data i 250\$ a barile. Per vedere come funziona la decisione intertemporale, utilizzando il tasso di sconto con un tasso di lungo periodo del 5% e i 16 anni che ci separano dal 2025, possiamo affermare che il prezzo del greggio

di oggi dovrebbe essere di circa  $\frac{1}{(1+0.05)^{16}} 250 = \delta^{16} \cdot 250 \cong 109\$$  a barile. In altri termini oggi

non ci stupiremmo che il prezzo del greggio tocchi i 100\$ (ovviamente con una forte variabilità delle quotazioni e con l'ipotesi fatta sui tassi di interessi medi a lunga stabili intorno a 5%) e questa stima sarebbe coerente con un prezzo di 250\$ a barile nel 2025. Occorre fare attenzione: un tasso di interesse inferiore sarebbe compatibile con un prezzo del greggio oggi superiore ai 100\$.

## *La Speculazione*

Considerato quanto affermato sopra, è facile capire che la speculazione, così come è comunemente intesa non incide in maniera rilevante sulle quotazioni. Si compra petrolio lo si "immagazzina" per speculare sul rialzo dei prezzi, riducendone l'offerta. Tuttavia non si riscontrano forti ascese delle scorte petrolifere durante le tensioni sui prezzi del petrolio da giustificare comportamenti del genere. Le frenetiche negoziazioni sui derivati del petrolio hanno un impatto limitato e certamente non influenzano l'estrazione di una risorsa scarsa. Semmai è il contrario, la speculazione viene innescata dalla speculazione sull'estrazione di cui abbiamo parlato.

Recentemente (Corriere dell'Economia 23/11/09) abbiamo appreso che il volume dei futures<sup>1</sup> collegati al petrolio è pari a oltre 600 milioni di barili, quasi sette volte la domanda reale. Sono le aspettative di chi scommette su ulteriori rialzi del petrolio a guidare il mercato? Di nuovo, non sembra che le scorte di greggio in superficie siano adeguate a questa manovra speculativa, anzi si stanno riducendo. Ma anche se, in presenza di una domanda crescente per i recenti segnali di ripresa economica, le scorte dovessero aumentare, il loro valore va valutato, come abbiamo visto sopra, con le scorte del sottosuolo. Anche la Banca d'Italia rimane cauta sulla speculazione, ed ha recentemente affermato (Bollettino Economico n. 58) che secondo le quotazioni dei futures, il prezzo del petrolio (qualità WTI) salirebbe dagli attuali 72 dollari al barile sino a circa 75 dollari nel giugno 2010 (figura 4).

---

<sup>1</sup> I **futures** sono dei contratti a termine con i quali una parte si impegna ad acquistare o vendere uno strumento finanziario (ma sarebbe più corretto parlare di "beni", materiali o meno) a un prezzo e una scadenza definiti al momento della sottoscrizione del contratto. Stipulare un contratto future \significa in altre parole impegnarsi ad acquistare a determinate condizioni lo strumento (finanziario) oggetto dell'intesa. Per le loro caratteristiche, i futures sono stati utilizzati allo scopo di ridurre il rischio determinato dall'incertezza sulle quotazioni delle attività oggetto del contratto. Già al momento della stipula dell'accordo infatti, le parti hanno la possibilità di "prevedere il futuro" impostando le condizioni a termine.

E' pur vero che in alcuni contratti non c'è impegno a comprare e quindi non esiste un legame diretto con i livelli di scorte. Ad esempio nel gennaio 2008, le opzioni che davano diritto a comprare greggio a 200\$ a barile erano oltre 5.500 (opzioni che per il greggio a 200 dollari, costavano appena 30 centesimi al barile). Se poi le quotazioni non raggiungono tale livello, non c'è obbligo di onorare l'impegno, evitando perdite. Nessuno degli attori di questo mercato vedrà mai un barile di petrolio.

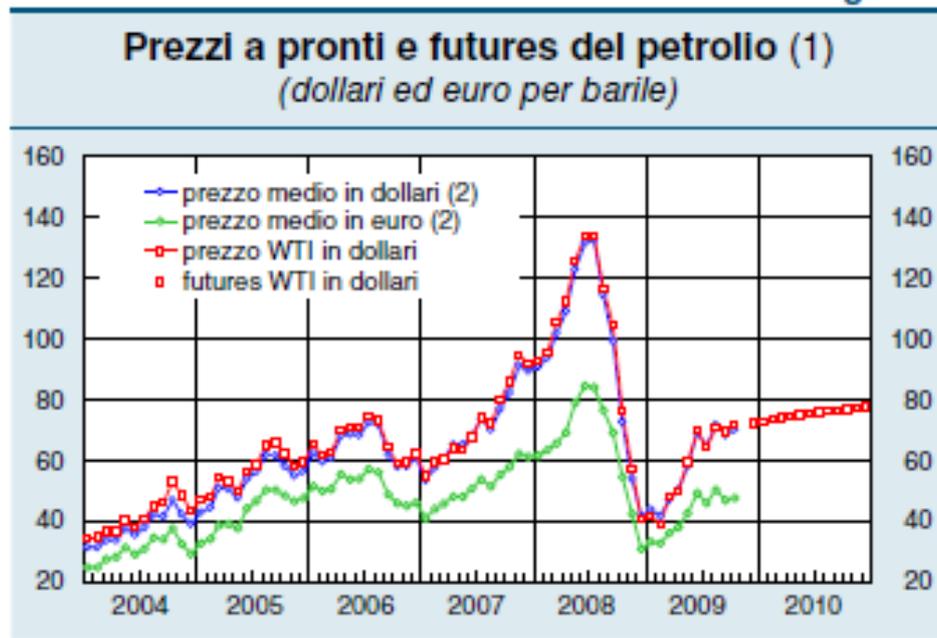
E anche il future, che è un contratto dove c'è un effettivo impegno a comprare, è certamente più economico, nei mercati delle commodities che su altre attività finanziarie. Il "margine" per ottenere 100 mila dollari di azioni alla Borsa di New York è di 50 mila dollari di liquidità (contanti.. ecc). Per comprare a termine (future) 100 mila dollari di greggio, basta anticiparne 5 mila ed essere pronti a rivendere il diritto acquisito per quel greggio il giorno successivo.

Inoltre le crisi dei titoli tecnologici e le difficoltà delle Borse hanno determinato ingenti perdite negli hedge fund e nei fondi pensione e una forte contrazione degli utili di banche ed imprese. Di conseguenza, gli investitori internazionali si sono spostati (e si stanno spostando di nuovo adesso, passata la crisi dei subprime) dagli investimenti tradizionali per rivolgersi verso i cosiddetti beni rifugio, al riparo dalle tensioni dei mercati finanziari. A beneficiare di questo spostamento sono stati i titoli futures legati alle commodities, tra le quali è appunto il petrolio.

Infine, occorre ricordare che è ancora il legame con la politica monetaria che incoraggia la speculazione sulle commodities e sul petrolio in particolare. Quando i tassi di interesse sono bassi, si disincentivano gli speculatori ad operare sul mercato dei bonds e si incoraggiano ad operare sui mercati delle attività finanziarie e delle commodities.

Il punto chiave è che la speculazione può esercitare un impatto sui prezzi, perché sotto c'è uno squilibrio effettivo fra domanda e offerta. La speculazione vera è quella che abbiamo definito sopra e coinvolge i produttori e i proprietari di giacimenti petroliferi.

Figura 4



Fonte: FMI e Thomson Reuters Datastream.

(1) Per il prezzo a pronti, dati medi mensili; l'ultimo dato si riferisce al 9 ottobre 2009. – (2) Prezzo medio al barile delle tre principali qualità (Brent, Dubai e WTI).

### Conclusioni

Si va delineando quindi una nuova fase sul mercato del greggio, carica di tensioni e particolarmente pericolosa per la crescita delle economie occidentali. Una politica espansiva e accomodante è necessaria per riavviare l'economia. Considerati i bassi livelli di produttività e di crescita delle economie occidentali, la politica monetaria accomodante deve protrarsi nel tempo per essere efficace, ma questa tende a determinare una riduzione dell'offerta di greggio e, quindi, a sviluppare successivi incrementi del prezzo. Questo nuovo equilibrio necessariamente caratterizzato da un prezzo medio più elevato, è determinato dalla forte domanda di petrolio per mantenere alti e crescenti tassi di crescita delle economie cinese, indiana e di quelle asiatiche. Elementi che mettono seriamente in difficoltà gli schemi interpretativi e che ci fanno presagire la fine del petrolio a buon mercato.