
PETROLIO: BACKWARDATION TO THE FUTURE

NOVEMBRE 2018

Le curve dei *future* sul greggio sono state in *backwardation* per la maggior parte dell'anno scorso, a causa della scarsità d'offerta percepita. Ciò ha consentito agli investitori di ottenere un "rendimento *roll*", oltre ai guadagni derivanti dai movimenti dei prezzi a pronti del greggio. Pur ritenendo che il mercato petrolifero al momento sia equilibrato, tale equilibrio ci appare fragile. Se la curva (perlopiù) in *backwardation*, di recente, indica scarsità d'offerta riteniamo che essa potrebbe continuare, poiché la mancanza di investimenti nella produzione e nell'esplorazione petrolifere dovrebbe contenere gli approvvigionamenti. Inoltre non è possibile escludere completamente l'ipotesi che si verifichino altre interruzioni dell'offerta.

RENDIMENTO ROLL: UNA FONTE DI PROFITTO

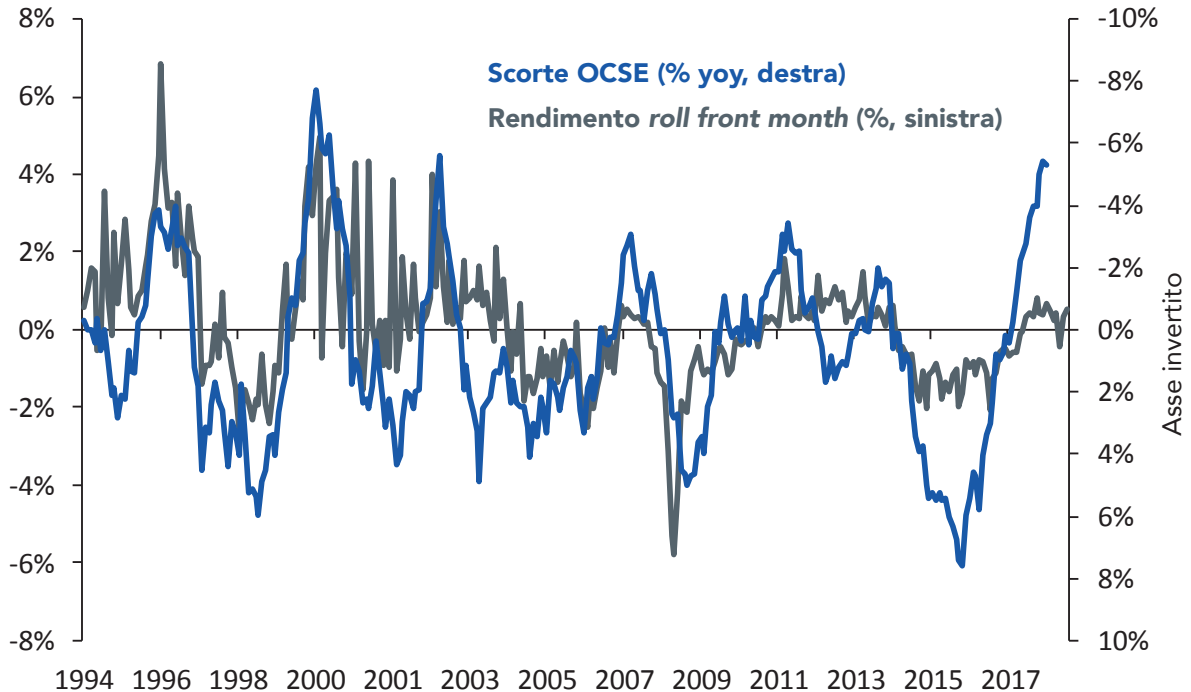
La *backwardation*¹ della curva dei *future* indica scarsità d'offerta. In questo scenario, i consumatori/investitori sono pronti a pagare di più per la *commodity* alla consegna *spot/front month*, anziché impegnarsi in un contratto per la consegna dopo qualche mese (operazione più economica), poiché c'è la possibilità di ottenere "rendimento *roll*".

Un investitore può ottenere un rendimento *roll* quando un contratto del mercato dei *future* su *commodity* si avvicina alla scadenza. Se l'investitore desidera mantenere l'esposizione sulla *commodity* può vendere il contratto in essere e sottoscrivere un altro contratto più in là lungo la curva. Se la curva dei *future* è in *backwardation*, l'investitore venderà un contratto a un prezzo più elevato rispetto a quello che sta acquistando e, pertanto, si assicurerà un profitto.

Storicamente, è stato osservato che quando la curva dei *future* sul greggio è in *backwardation* (i rendimenti *roll* sono cioè positivi), le scorte di petrolio tendono a diminuire (la domanda di petrolio è cioè superiore all'offerta e le scorte calano).

¹ *Backwardation*: situazione che si verifica quando i contratti *future* correnti possono essere venduti ad un prezzo superiore rispetto ai costi da sostenere per acquistare un nuovo contratto *future*, con conseguente profitto per l'investitore. Per la descrizione completa di *backwardation*, *contango*, rendimenti *roll*, rendimento a pronti, rendimento complessivo, rendimento in eccesso e rendimento collaterale, si prega di consultare le pagine 48-52 dell'ETPedia (Capitolo sul Capire gli indici su *commodity*).

Figura 1: Rendimenti roll del Brent e scorte di greggio OCSE



Fonte: Bloomberg, WisdomTree, dati disponibili al 30 settembre 2018

La performance storica non è indicativa della performance futura e qualunque investimento può perdere di valore.

Il segnale di scarsità dell'offerta può anche indicare che i prezzi stanno salendo. Non è certo che i prezzi saliranno e tuttavia, storicamente, sembra che quando la curva dei *future* sul petrolio si è trovata in *backwardation* (cioè i rendimenti *roll* sono stati positivi) i rendimenti in eccesso² siano stati più spesso positivi che non negativi.

RENDIMENTI ROLL E RENDIMENTI IN ECCESSO DEL BRENT

	Rendimento <i>roll</i> positivo	Rendimento <i>roll</i> negativo	TOTALE
Rendimento in eccesso positivo	39	25	64
Rendimento in eccesso negativo	18	28	46
TOTALE	57	53	110

Fonte: Bloomberg, WisdomTree, dati disponibili al 30 settembre 2018. Usando i rendimenti in eccesso trimestrali pubblicati da Bloomberg e i rendimenti *roll* impliciti (usando un prezzo *front month*) dal 2°T 1991 al 3°T 2018.

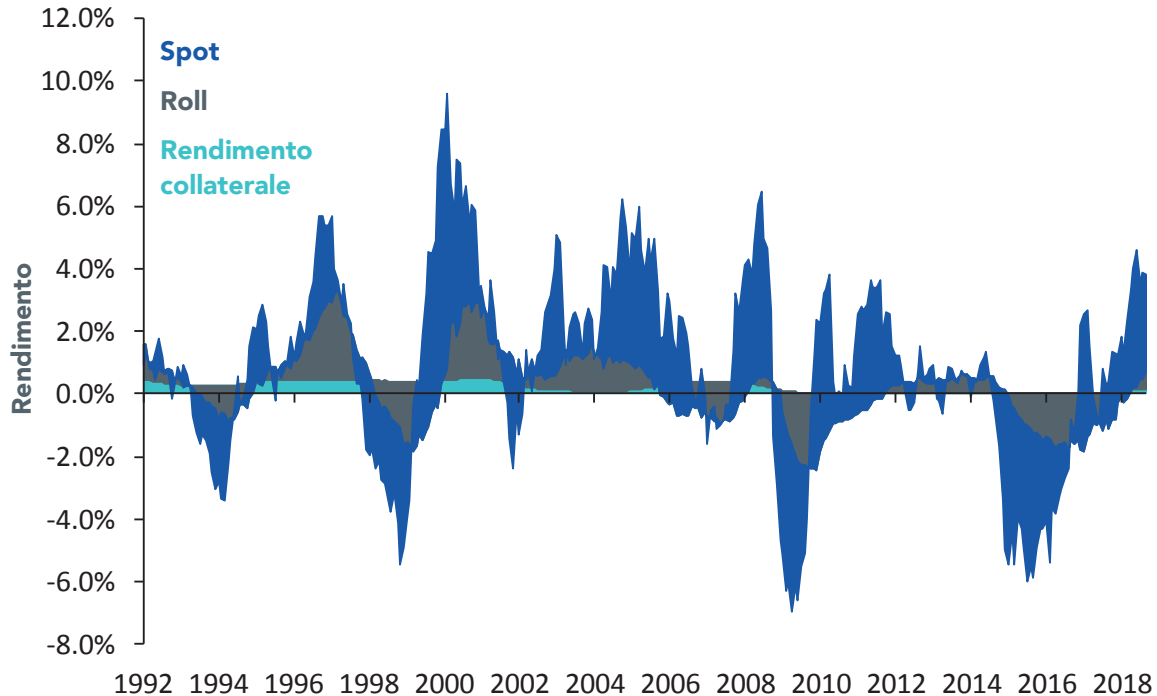
La performance storica non è indicativa della performance futura e qualunque investimento può perdere di valore.

L'anno scorso un investitore che avesse investito in una strategia sul Brent *front month* avrebbe guadagnato il 44% sul prezzo e il 9% nei rendimenti *roll*. Se invece avesse investito in una strategia WTI *front month*³ avrebbe guadagnato il 42% sul prezzo e il 3% nei rendimenti *roll*.

²Il rendimento in eccesso è il rendimento complessivo meno il rendimento collaterale.

³Calcolato usando i rendimenti in eccesso del Bloomberg Commodity Index per il Brent e il WTI e i prezzi dei *future front month* pronti, nell'anno al 30 settembre 2018. I calcoli sono basati sull'indice, non sui prodotti, e quindi non includono le commissioni. Un investitore guadagnerebbe anche un rendimento collaterale vicino al 3% sul Brent e al 2% sul WTI.

Figura 2: Composizione dei rendimenti complessivi del Brent (media su 12 mesi rolling)



Fonte: Bloomberg, WisdomTree, dati disponibili al 5 ottobre 2018

La performance storica non è indicativa della performance futura e qualunque investimento può perdere di valore.

PERCHÉ LE CURVE DEL PETROLIO, DI RECENTE, SONO STATE PERLOPIÙ IN BACKWARDATION?

La *backwardation* della curva è stata principalmente orchestrata dall'Organizzazione dei Paesi esportatori di petrolio (OPEC). Dal gennaio 2017, il cartello ha ridotto l'offerta di greggio assegnando ai suoi membri e partner una quota di produzione limite. Il cartello che, storicamente, non è mai stato noto per la capacità di rispettare le quote, questa volta si è comportato eccezionalmente bene. In parte ciò è dipeso dal fatto che, fino al mese di giugno di quest'anno, ad ogni Paese era stata assegnata una quota individuale (anziché un limite di gruppo). In base al sistema di quote individuali ogni Paese era responsabile per i propri livelli produttivi e ciò ha contribuito a ridurre l'offerta di greggio.

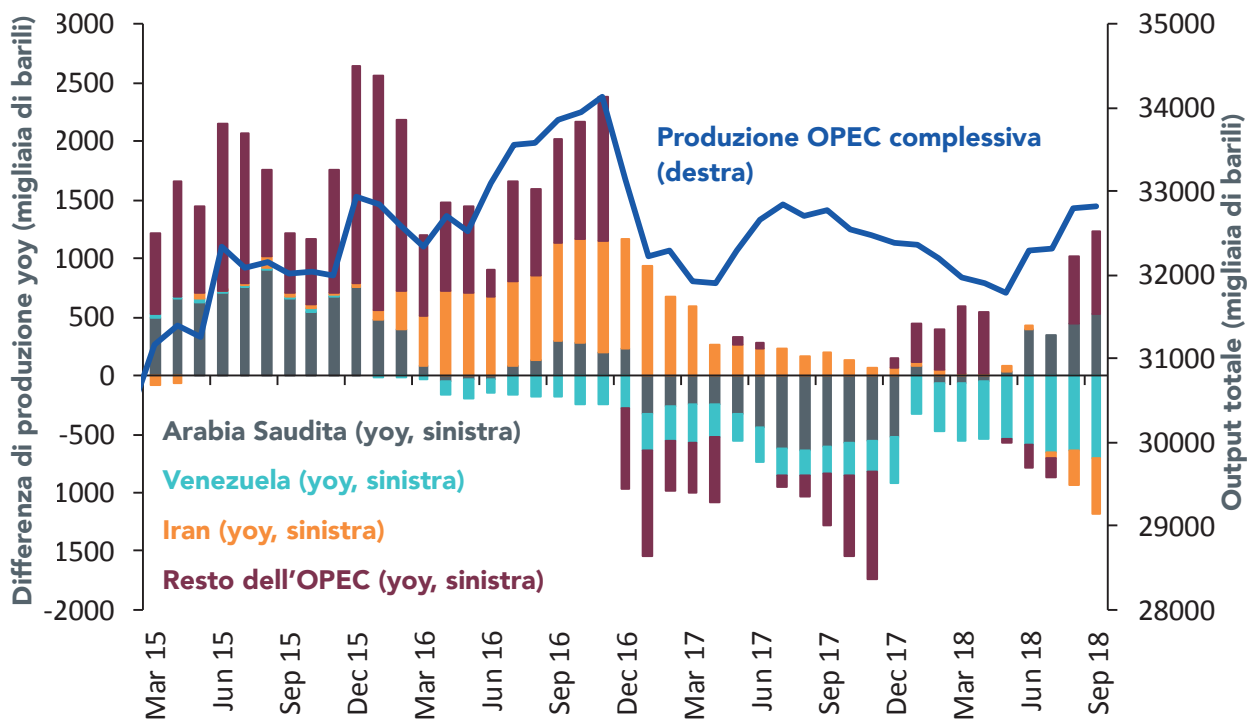
Un'altra ragione per la quale l'OPEC questa volta è riuscita a rispettare le quote stabilite dipende dalle involontarie interruzioni della produzione. Di recente il Venezuela ha attraversato una fase d'implosione dell'attività economica e ciò ha inciso in misura considerevole sull'*output*. L'impossibilità di pagare i provider di servizi internazionali ne ha comportato, infatti, il ritiro dal Paese. Anche le interruzioni delle forniture in Libia e in Nigeria hanno contribuito alla volatilità dell'offerta da parte dell'OPEC.

LA FASE DI BACKWARDATION DURERÀ?

Vacilla la parte anteriore della curva del Brent

Nel giugno del 2018, l'OPEC ha abbandonato le quote imposte ai singoli Paesi e, di conseguenza, il rispetto dei limiti di produzione prestabiliti potrebbe non raggiungere più i livelli soddisfacenti dell'anno scorso se il cartello riprendesse le vecchie abitudini. Ciò spiegherebbe perché la parte anteriore della curva dei *future* sul Brent sia tornata in *contango* a luglio e agosto. In effetti, l'Arabia Saudita – il Paese più grande appartenente all'OPEC – ha chiaramente ampliato la produzione dalla fine del sistema delle quote per singola nazione, così come stanno facendo anche la maggior parte degli altri membri, ad eccezione del Venezuela e dell'Iran. Dopo essere riandata in *backwardation*, la parte corta della curva è ora tornata in *contango*, in parte a causa dei timori di eccesso di offerta dovuti all'aumento del numero di piattaforme estrattive negli USA, oltre che ai ritardi nell'applicare le sanzioni all'Iran. Nonostante i recenti sviluppi, non ci aspettiamo che essi incidano significativamente sull'offerta di lungo periodo. D'altro canto, il protrarsi della diminuzione dell'*output* del Venezuela e dell'Iran dovrebbe contribuire a mantenere la percezione di una scarsità d'offerta e, dunque, la fase di *backwardation*. Anche se la parte anteriore della curva resterà probabilmente sensibile ai cambiamenti, non riteniamo probabile un suo ritorno duraturo alla fase di *contango*.

Figura 3: Differenza YoY nella produzione petrolifera dell'OPEC



Fonte: Bloomberg, WisdomTree, dati disponibili al 5 ottobre 2018.

La performance storica non è indicativa della performance futura e qualunque investimento può perdere di valore.

LA MINACCIA DEL RITIRO DEL GREGGIO IRANIANO

In questo momento, i mercati petroliferi mondiali sono in equilibrio. Tuttavia, anche se l'OPEC sta espandendo la produzione e lo *shale oil* USA continua a crescere, tale equilibrio ci appare fragile. Un altro shock dell'offerta in Libia o in Canada potrebbe essere sufficiente a gettare dei dubbi sul questo fronte.

Le sanzioni extraterritoriali degli Stati Uniti all'Iran rappresentano una possibile fonte di scarsità d'offerta. Tra il 2016 e il 2017, l'Iran ha contribuito in misura considerevole alla crescita della produzione dell'OPEC. Tuttavia, gli USA hanno stabilito per i primi di novembre il termine ultimo per conformarsi all'embargo sulle importazioni di petrolio dall'Iran (l'implementazione delle sanzioni ha subito dei ritardi). Di conseguenza, la produzione iraniana è diminuita negli ultimi mesi. La portata del calo di produzione del Paese potrebbe anche aumentare ulteriormente nel caso in cui le sanzioni fossero applicate con durezza.

Anche se le esportazioni dall'Iran verso il Giappone e l'India stanno diminuendo, per ora, ci aspettiamo che le autorità cinesi ignorino perlopiù le sanzioni USA. Tuttavia, anche la Cina, poiché il Dragone è il principale importatore di petrolio iraniano, potrebbe tagliare fuori il Paese: un accordo commerciale con gli USA potrebbe infatti richiedere quale prerequisito la totale adesione alle sanzioni. Anche in assenza di un accordo commerciale, l'influenza degli Stati Uniti è estremamente rilevante. Ad esempio, Sinopec – azienda cinese operante nel settore della raffinazione, quotata sia sulla borsa di Hong Kong che su quella di New York- ha ridotto le importazioni dall'Iran a seguito delle pressioni americane.

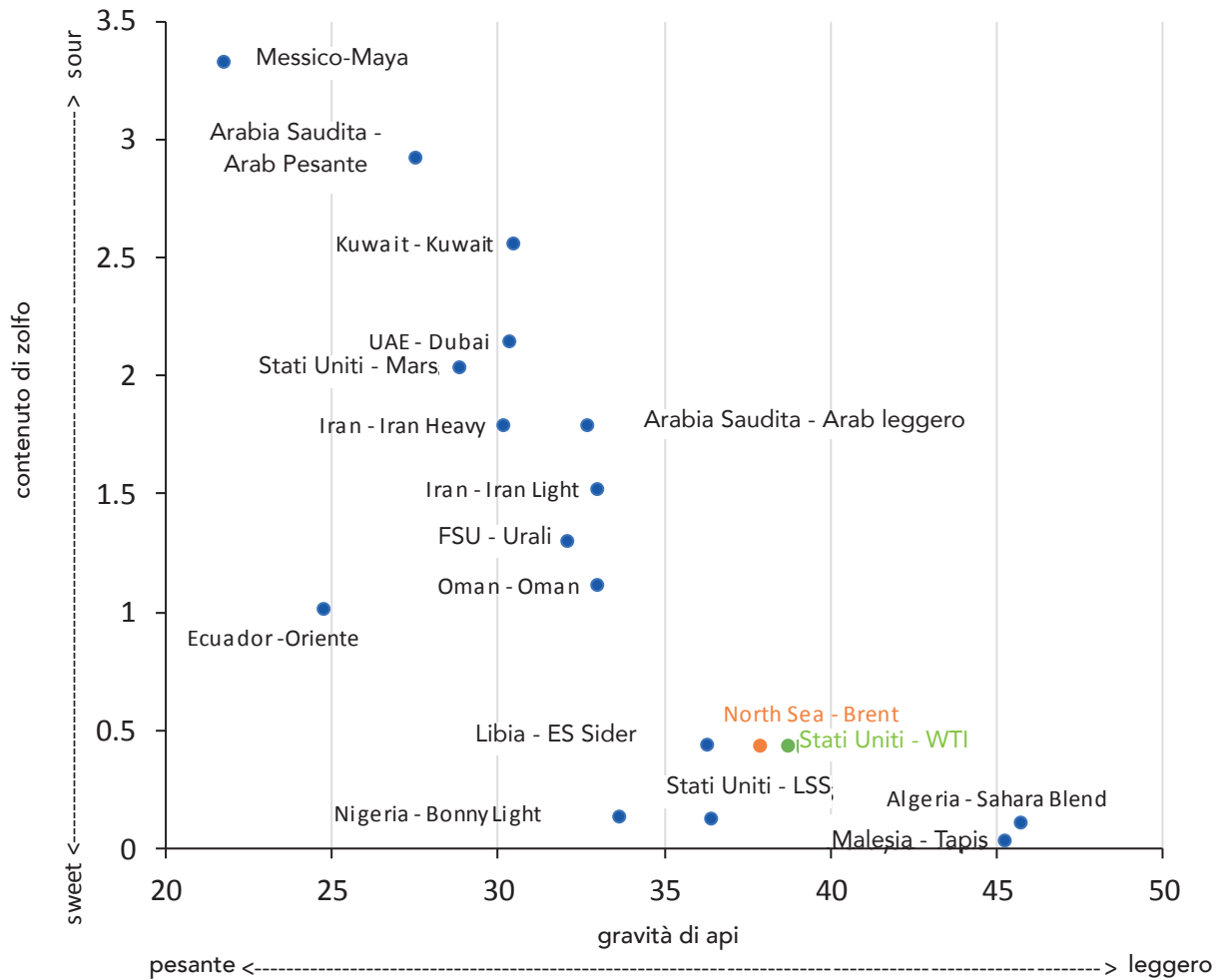
A peggiorare le cose, l'Iran minaccia di chiudere lo stretto di Hormuz – uno dei *choke-point* fondamentali del mercato petrolifero mondiale, i cosiddetti "colli di bottiglia". Per uscire dal Golfo Persico e giungere ai mercati asiatici ed europei, le petroliere devono per forza transitare attraverso quello stretto– e ciò potrebbe ridurre ulteriormente l'offerta.

SCARSITÀ D'OFFERTA SOPRATTUTTO SUI GREGGI PESANTI

L'offerta dei tipi di greggio "più pesanti" è quella più a rischio d'interruzione. Il Venezuela, l'Iran e il Canada che producono tipi di greggio "pesante" o "heavy" (bassa gravità di api), "salato" o "sour" (alto contenuto di zolfo), sono stati interessati dalla maggior parte dell'interruzione degli approvvigionamenti quest'anno (e i primi due probabilmente continueranno in questa direzione). La maggior parte della crescita mondiale dell'offerta di greggio proviene attualmente dal *tight oil* USA, "leggero" (elevata gravità di api) e "dolce" (basso contenuto di zolfo). Pertanto, anche se l'offerta mondiale di petrolio è vicina al punto di equilibrio a livello *headline*, la crescita della produzione petrolifera è disomogenea, con ribassi nell'offerta dei greggi pesanti e rialzi nell'offerta dei greggi leggeri o *light*².

Le aziende che si occupano dei processi di raffinazione sono in genere impostate per lavorare una certa qualità di petrolio, vale a dire uno specifico grado di zolfo e di gravità di api. Anche se queste aziende possono cambiare i processi di lavorazione adattandoli alle differenti varietà di greggio per fare ciò sono necessari investimenti, sviluppo solitamente impossibile nel breve termine. Una penuria dei tipi di greggio più pesanti potrebbe rappresentare un problema per le raffinerie. I prezzi dei tipi di greggio più pesante (o le loro *proxy*) performeranno probabilmente meglio rispetto ai greggi più leggeri a causa della scarsità d'offerta.

Figura 4: Petrolio per densità e contenuto di zolfo

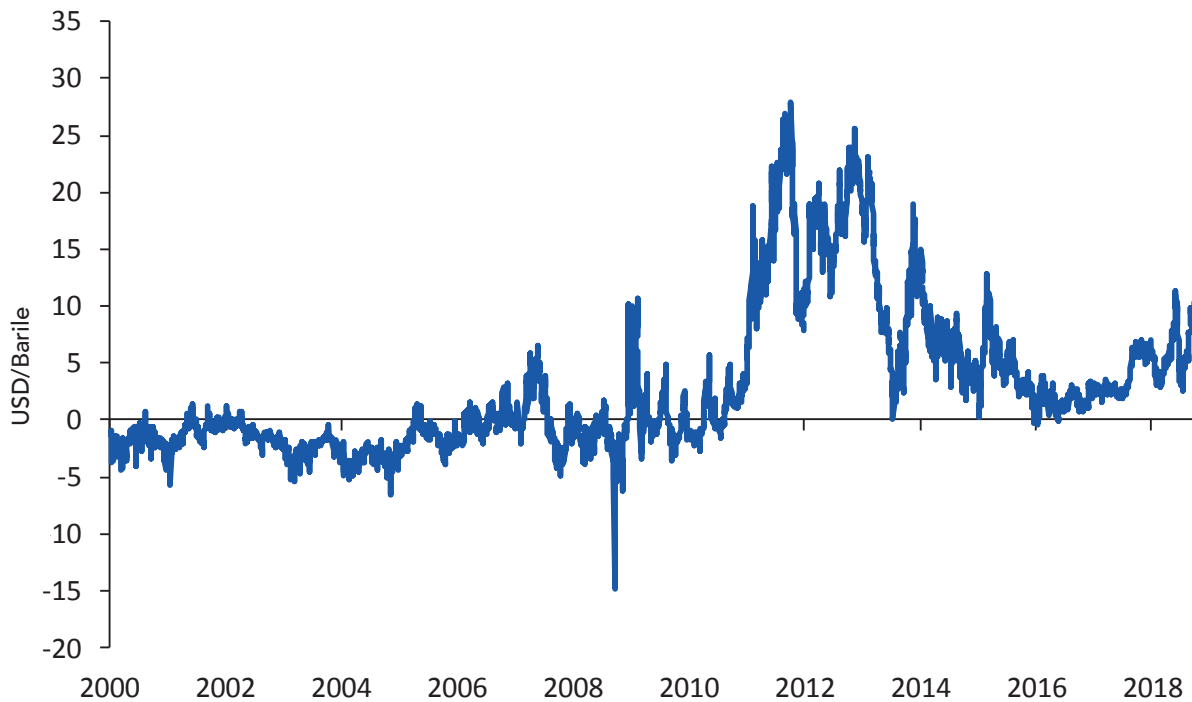


Fonte, Eney Information Administration, WisdomTree, dati disponibili al 4 ottobre 2018

La performance storica non è indicativa della performance futura e qualunque investimento può perdere di valore.

Il Brent e il WTI sono due tipi di petrolio simili tra loro, considerati rispettivamente presenti sull'estremità "più leggera" e quella "più dolce" dello spettro. Benché né il Brent né il WTI siano indici di greggi pesanti, il Brent è generalmente considerato una proxy dei prezzi mondiali e ci aspettiamo che un incremento della scarsità d'offerta di petrolio si rifletta nell'indice Brent. Per questa ragione, ci aspettiamo che il Brent continui a essere negoziato a premio rispetto al WTI (come accade complessivamente già dal 2010).

Figura 5: Spread Brent-WTI



Fonte: Bloomberg, WisdomTree, dati disponibili al 4 ottobre 2018

La performance storica non è indicativa della performance futura e qualunque investimento può perdere di valore.

IMPROBABILE CHE L'OPEC CAMBI DIREZIONE

Per quanto l'OPEC sia imprevedibile nelle sue decisioni dubitiamo che l'organizzazione ritornerà al periodo 2014-2016 in cui non esistevano quote di produzione stabilite. Certo, le relazioni tra l'Iran e l'Arabia Saudita hanno raggiunto il punto in cui i rappresentanti dei rispettivi Paesi riescono a stento a stare nella stessa stanza – complicazione che ha quasi mandato all'aria le riunioni dell'OPEC nel giugno 2018 – ma riteniamo che il resto del gruppo e i suoi 10 partner esterni siano abbastanza forti da proseguire con l'accordo. Magari non approfondiranno i rapporti ma nessuno dei Paesi membri vuole ritornare alla situazione del 2014, quando il crollo dei prezzi del petrolio è stato tale da compromettere la solidità economico-finanziaria dei Paesi dell'OPEC; osservare le difficoltà del Venezuela è già abbastanza doloroso. Anche se la Russia e l'Arabia Saudita hanno manifestato la volontà d'incrementare l'offerta per evitare l'eccessiva scarsità di fornitura, i due Paesi traggono qualche vantaggio dalla situazione grazie all'aumento dei prezzi e riteniamo, quindi, che non espanderanno drasticamente l'offerta.

IMPOSSIBILE GARANTIRE LA COSTANTE CRESCITA DELLO SHALE USA SENZA LA COSTRUZIONE D'INFRASTRUTTURE ADEGUATE

Come già menzionato, il *tight oil* USA rappresenta l'area principale di crescita dell'offerta. Tuttavia, anche questa fonte di approvvigionamento non è scevra da limiti di espansione. Le infrastrutture devono infatti svilupparsi di pari passo con la produzione petrolifera.

Il fatto che il WTI Midland sia negoziato ad uno sconto così marcato rispetto al WTI Cushing indica la presenza di una saturazione del mercato nelle regioni produttrici di *tight oil* poiché il greggio non riesce a raggiungere il luogo di destinazione abbastanza rapidamente. I limiti delle infrastrutture potrebbero rallentare il ritmo al quale lo shale USA può contribuire a soddisfare le necessità mondiali di petrolio.

Figura 6: WTI Midland - WTI Cushing



Fonte: Bloomberg, WisdomTree, dati disponibili al 3 ottobre 2018

La performance storica non è indicativa della performance futura e qualunque investimento può perdere di valore.

LA DOMANDA PER ORA RESTA FORTE

Come già illustrato nel nostro articolo *'Limited oil and gas investment could be shoring up tightness in the future'*, nel medio periodo, la penuria di investimenti in conto capitale nella produzione petrolifera probabilmente comporterà scarsità dell'offerta petrolifera nel caso in cui la domanda si mantenga invece solida. Rispetto ad altre commodity cicliche come i metalli industriali, il mercato non sembra temere una contrazione della domanda di greggio dovuta alla guerra commerciale. E' una dicotomia che non siamo in grado di spiegare. Sospettiamo che il mercato si sbaglia riguardo ai metalli industriali anziché sul petrolio. Infatti, l'Agenzia internazionale dell'energia si aspetta che la domanda di petrolio salga di ben 1,4 milioni di barili al giorno nel 2018 e di 1,5 milioni di barili al giorno nel 2019 (dopo una crescita pari a 1,5 milioni di barili al giorno nel 2017). Tuttavia, nel caso in cui il mercato dovesse rivedere la domanda di petrolio, la curva potrebbe ritornare stabilmente in una posizione di *contango*.

CONCLUSIONE

Le curve in *backwardation* dei *future* sul petrolio indicano un mercato toro. Anche se pensiamo che il mercato sia in equilibrio, alcune aree (soprattutto i tipi di greggio più pesanti) mostrano scarsità d'offerta. Ciò potrebbe essere sufficiente a garantire che la curva dei *future* resti perlopiù in *backwardation* anche nel prossimo futuro, nonostante gli slittamenti tra fasi di *backwardation* e fasi di *contango* nella parte corta della curva. Non crediamo che una nuova ondata di offerta sia alle porte, né che la domanda calerà, sempre che le aspettative odierne sull'aumento di quest'ultima non siano infondate.

INFORMATIVA LEGALE

La presente documentazione è stata fornita da WisdomTree UK Ltd ("WTUK"), autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority ("FCA"). La nostra Politica sui Conflitti d'interesse è disponibile su richiesta.

La performance passata non è indicativa dei risultati futuri. Le performance storiche eventualmente contenute nel presente documento potrebbero basarsi su attività di *backtesting*. Il *backtesting* è una metodologia consistente nel valutare la validità di una particolare strategia d'investimento applicandola ai dati storici, al fine di ottenere una simulazione di quello che sarebbe stato il suo andamento ipotetico. Il valore di un investimento può essere influenzato dalle fluttuazioni dei tassi di cambio. Eventuali decisioni d'investimento dovrebbero basarsi sulle informazioni contenute nel prospetto interessato e solo dopo avere richiesto specifica consulenza finanziaria, fiscale e legale. I prodotti illustrati potrebbero non essere disponibili sul vostro mercato di riferimento o adatti al vostro profilo. Il presente documento non costituisce consulenza d'investimento, né offerta di vendita o sollecito ad un'offerta di acquisto di prodotti o ad effettuare investimenti.

Un investimento in prodotti ETP dipende dalla performance dell'indice sottostante, sottratti i costi, ma non ci si aspetta che l'investimento ne replichi la performance con assoluta precisione. I prodotti ETP comportano numerosi rischi inclusi, tra gli altri, rischi generali di mercato correlati all'indice sottostante di riferimento, rischi di credito dovuti al *provider* degli *swap* sull'indice utilizzati nell'ETP, rischi da tasso di cambio, rischi da tasso d'interesse, rischi d'inflazione, rischi di liquidità, rischi legali e normativi.

Il presente documento non costituisce e non dovrà, in nessuna circostanza, essere interpretato come materiale pubblicitario o promozionale di offerta pubblica azionaria negli Stati Uniti o in qualunque altra provincia o territorio in cui gli Emittenti o i loro prodotti non siano autorizzati o registrati per la distribuzione e in cui il prospetto degli Emittenti non sia stato depositato presso un'autorità normativa o una commissione finanziaria. Il presente documento e le informazioni ivi contenute non dovrebbero essere diffusi, trasmessi o distribuiti (direttamente o indirettamente) negli Stati Uniti. Gli Emittenti e le emissioni dei suddetti non sono stati e non saranno registrati ai sensi del Securities Act del 1933 o dell'Investment Company Act del 1940 vigenti negli Stati Uniti, né si qualificano o qualificheranno ai sensi degli statuti finanziari applicabili negli Stati federali.

I prodotti illustrati nel presente documento sono emessi da una delle società di WisdomTree Issuer PLC e Boost Issuer PLC (ognuno di essi separatamente l'"Emittente").

Questo documento potrebbe contenere dichiarazioni previsionali, incluse dichiarazioni riguardanti le nostre convinzioni o aspettative attuali rispetto all'andamento di alcune classi di attivi e/o alcuni settori. Le dichiarazioni previsionali sono soggette ad alcuni rischi, incertezze e ipotesi. Non è possibile garantire che tali dichiarazioni si dimostreranno accurate e i risultati reali potrebbero differire concretamente da quelli previste nelle suddette dichiarazioni. I lettori sono pertanto invitati a non porre un'immotivata fiducia nelle citate dichiarazioni previsionali.