

Shrnutí a základní data

- **Aktuální situace:** cena ropy v průběhu ledna postupně klesla od 80 USD/brl k 70 USD/brl. Pokles byl způsoben především méně optimistickým pohledem na budoucí vývoj světové ekonomiky (hodně zapůsobily zprávy o snaze čínské centrální banky zpomalit překotný růst úvěrů) a relativně výrazným posílením dolaru. Pesimističtější pohled na světovou ekonomiku se týká jak států OECD tak především rozvíjejících se států.
- **Krátkodobý výhled (1 měsíc):** Další výraznější pokles ceny ropy (zřetelně pod 70 USD/brl u Brentu) je značně nepravděpodobný. Musel by se buď dále podstatně zhoršit výhled světové ekonomiky a nebo by trh musel podstatně změnit střednědobý (několik nejbližších let) výhled vývoje spotřeby pro klíčové spotřebitele, především Čínu (trh by musel začít čekat permanentně slabší růst čínské ekonomiky). Návrat k 80 USD/brl je dobře možný, klíčové bude, zda se na trh vrátí optimističtější nálada.
- **Výhled do konce roku:** v půlročním horizontu je značně pravděpodobný návrat ropy k pozvolnému růstovému trendu. Podobně jako v měsíčním horizontu představuje riziko směrem dolů výrazně horší než očekávaný vývoj světové ekonomiky, obzvláště v Asii. Pozornost se od zásob topné nafty a průběhu zimy na severní polokouli postupně začne přesouvat k blížící se motoristické sezóně a zásobám benzínu. Důležitým faktorem může být postupné odstraňování opatření na podporu finančního sektoru hlavními centrálními bankami (Fed a ECB), které může oslabit přítok finančních investic do komodit. Mělo by to omezit riziko nadměrně rychlého růstu ceny. OPEC pravděpodobně ponechá těžební limity beze změny, klesající dodržování limitů však bude působit proti růstu ceny ropy. Jako obvykle může cenu prudce vychýlit krize v některé geopoliticky citlivé oblasti (Irán, Nigérie, Venezuela).

29.1.2010	aktuální	1T	1M	6M	1R
ropa brent (USD/brl)	71,8	-7%	-5%	3%	60%
uralská ropa (USD/brl)	70,8	-7%	-6%	2%	60%
benzin natural 95 (USD/t)	686,0	-4%	-1%	2%	53%
nafta (USD/t)	579,5	-5%	-3%	2%	22%
kerosen (USD/t)	643,5	2%	-1%	7%	37%
rafinérská marže - ural/NWE (USD/brl)	7,61	5,97	4,04	2,80	5,84
rafinérská marže - brent/NWE (USD/brl)	5,61	5,03	2,48	2,14	5,67

Pozn. pravá část tabulky ukazuje změny v procentech kromě rafinérských marží, kde jde o absolutní hodnoty. Zdroj Bloomberg

Aktuální zprávy a faktory ovlivňující vývoj ceny

- Podle šéfa Mezinárodní organizace pro energii (IEA) F. Birola se spotřeba ropy ve vyspělých státech už nikdy nevrátí na úroveň z let 2006-2007. Důvodem budou jednak úsporné technologie a jednak stále širší využívání alternativních technologií výroby energie. Stagnace až mírný trendový pokles spotřeby v státech OECD by mohly pomoci zabránit razantnímu růstu ceny ropy vyvolanému rychlým růstem spotřeby v rozvíjejících se ekonomikách. Recese v loňském roce podle Birola jen podpořila přirozený proces zefektivňování spotřeby a přechodu k dalším zdrojům energie.
- Šéf saúdskoarabské státní ropné společnosti K. al-Falih řekl, že v zemi je ještě stále spousta ropy a že svět může dát stranou obavy z „ropného píku“ („peak oil“). Naopak šéf francouzské ropné společnosti Total T. Desmarest si myslí, že bude problém těžít více než 95 mln brl denně, což znamená, že problém ropného píku je stále aktuální. Podle Falih byla zatím vytěžena zhruba čtvrtina dostupných zásob, pravdou však je, že zbývající zásoby budou stále hůře dostupné a jejich těžba bude zatížena růstem nákladů. Tyto názory zazněly na Ekonomickém fóru v Davosu.
- Podle šéfa britské ropné společnosti BP T. Haywarda by se ropa měla letos obchodovat mezi 60 až 80 USD/brl. Pro první pololetí s tímto názorem souhlasíme (převážně by se měla držet mezi 70 – 80 USD/brl), ale ve druhém by se mohla usadit kolem 80 USD/brl. Předpokladem pro náš názor je pokračující oživení ve světě a návazný silný růst spotřeby v Číně a dalších asijských státech.
- Investice Norska do jeho ropného a plynárenského sektoru letos klesnou na 24,9 mld USD. Jde však o pouze mírný pokles, úroveň investic je stále mimořádně vysoká. Omezení investic souvisí především s nižším očekávaným růstem poptávky v důsledku globální recese. Klesnou hlavně investice do průzkumu nových ložisek, částečně do rozvoje ložisek a provozní náklady zůstanou na stejné úrovni. Podle norské centrální banky vyžadují aktuální investice cenu ropy v okolí 70 USD/brl, aby byly ziskové. Centrální banka čeká postupný růst ceny ropy k 85 USD/brl na začátku roku 2012.
- Podle šéfa ruské společnosti provozující síť ropovodů OAO Transneft N. Tokareva poroste ruská těžba ropy do roku 2012 o 9,7%. Úroveň těžby po roce 2012 by měla dosáhnout 550 milionů tun ročně, což odpovídá 11,05 mln brl denně.
- Dodržování těžebních limitů v rámci kartelu OPEC kleslo na 58%. Limity nejvíce porušují největší afričtí

těžaři Angola a Nigérie. Nejpřesněji své limity dodržují Saudská Arábie, Kuvajt a Spojené arabské emiráty. Nigérii výrazně pomohlo zvýšit produkci dosažení příměří s rebeli v deltě řeky Niger.

Očekávaný vývoj ceny ropy

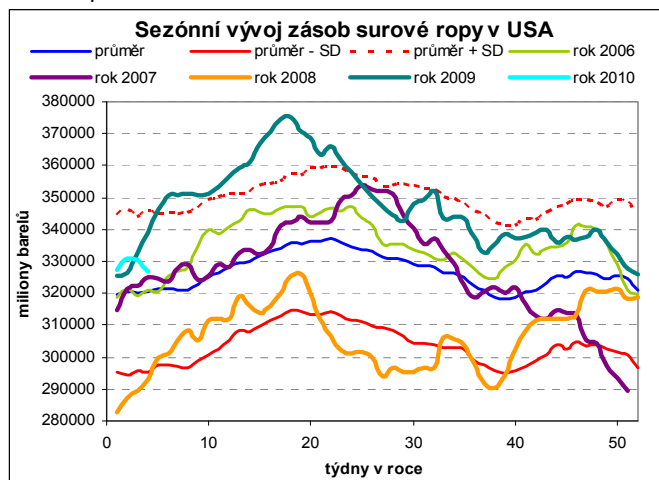
Brent USD/brl	4Q/2009	1Q/2010	2009	2010	2011
Anketa (RTRS)					
26.10.2009	68,78	69,71	59,86	72,82	80,5
25.1.2010		75,2		76,9	84
Futures (Brent)	77,36	80,09	80,37	85,04	87,35

Zdroj: Reuters, Bloomberg. Futures i anketa udávají průměrnou cenu za období.

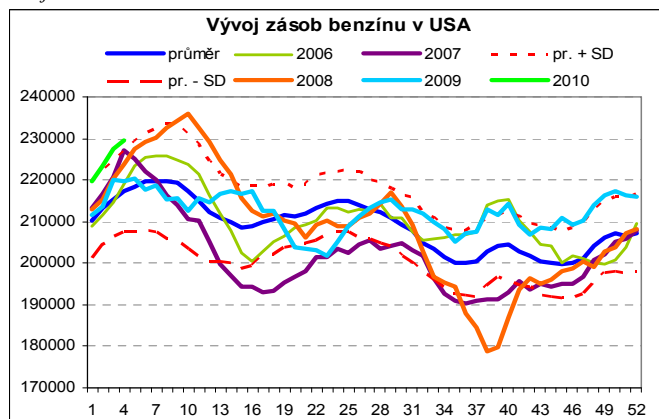
- Podle Deutsche Bank není cena ropy nad 80 USD/brl udržitelná kvůli aktuální rovnováze mezi poptávkou a nabídkou. DB letos očekává průměrnou cenu 65 USD/brl.

Vývoj zásob v OECD

Komerční zásoby surové ropy ve Spojených státech v uplynulém období klesaly rychleji než je sezónně obvyklé, ale stále se drží mírně nad dlouhodobým průměrem. Během prvního čtvrtletí by zásoby měly přejít k sezónnímu růstu. Pokud by se tak nestalo a zásoby by klesly pod průměrnou úroveň, mohlo by to vyvolat obavy z pokračování trendu poklesu zásob a následný tlak na růst ceny ropy. Hodně bude záležet na rozběhu motoristické sezóny. Pokud by sílící ekonomika povzbudila důvěru spotřebitelů, mohlo by dojít k nečekaně silnému růstu počtu ujetých kilometrů, čili vyšší spotřebě ropy a benzínu, poklesu zásob a nadměrné reakci trhu s ropou.

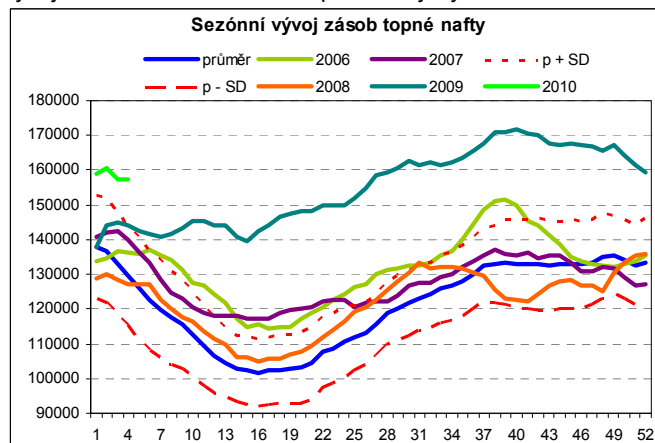


Zdroj: EIA



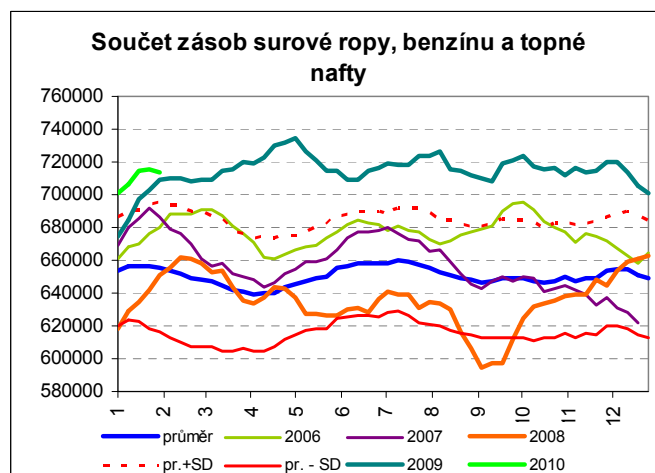
Zdroj: EIA

Vývoj zásob benzínu je sezónně zcela normální, úroveň zásob je stále zřetelně nadprůměrná. Do začátku motoristické sezóny zbývá ještě několik měsíců, po tuto dobu by stále měl být vliv vývoje zásob benzínu na trh spíše okrajový.



Zdroj: EIA

Zásoby topné ropy jsou stále vysoko nad normálem, i když v průběhu zimní topné sezóny klesly poněkud výrazněji než je sezónně obvyklé. Určitým rizikem je, že by ke konci topné sezóny mohl být pokles zásob topné ropy významně prudší než obvykle, což by mohlo vyplašit trh. Na vývoji zásob se bude podílet také průběh zimy, zatím však ani neobvykle studené počasí významněji stav zásob neovlivnilo.



Zdroj: EIA

Celkové zásoby se drží na abnormálně vysoké úrovni. Pořád tedy jde o faktor, který by měl omezovat prostor pro růst ceny ropy. Rizikem je, že normalizace stavu zásob bude trhem interpretována jako přechod k trendovému poklesu úrovně zásob a trh bude reagovat neadekvátním tlakem na růst ceny ropy.

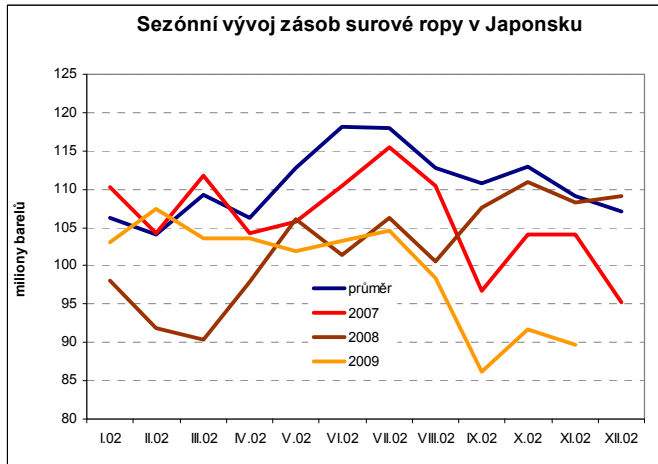
	XII.2009	XI.2009	XII.2008
surová ropa	479,17	-2,57%	-7,46%
benzín	117,56	1,45%	-7,17%
nafta	408,38	2,03%	1,34%
celkem	1143,22	1,85%	-5,01%
využití kapacit rafinerií	82,29%	80,88%	90,77%

Zdroj: Reuters

Celkové zásoby v Evropě meziměsíčně mírně stouply, ovšem meziročně došlo k značnému poklesu. Meziroční pokles jde na konto surové ropy a benzínu, nafta mírně stoupla. Využití rafinerií sice vzrostlo, ale v porovnání se situací před rokem je stále slabé. Je to v souladu se stavem celkové ekonomiky: probíhá oživení, ale k úrovni před začátkem krize je (a poměrně dlouho bude) daleko. Z toho plyne i očekávaný vývoj

zásob a jejich vliv na trh: přizpůsobení zásob stále relativně slabé ekonomické aktivitě, trvalí nižší využití rafinérských kapacit a spíše tlumiví vliv na růst cen ropy.

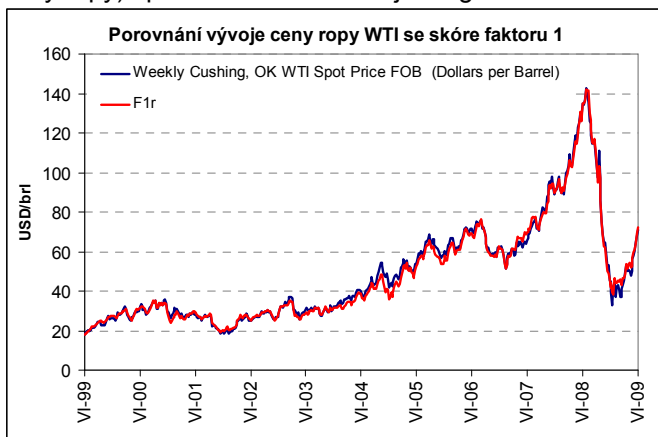
Japonské zásoby klesly ještě výrazněji pod dlouhodobý průměr, důvody jsou ovšem stále stejné jako v předchozích měsících: nízká ekonomická aktivita, nízká spotřeba pohonných hmot a nízké využití rafinérií, čemuž se úroveň zásob přizpůsobuje. Ve dnech spotřeby se zásoby drží na 199, což je z historického hlediska hodně nad průměrem.



Zdroj: Petroleum Association of Japan

Syntetický ropný benchmark

Dnes se vrátím k jedné svojí trochu starší analýze, kterou jsem dělal v polovině minulého roku. Jejím cílem bylo vytvořit univerzální benchmark pro ceny ropy. Jako benchmarky se většinou používají lehká západotexaská ropa WTI, která je nejpopulárnější, hlavně proto, že jsou na ní vázány nejobchodovanější futures a severomořská ropa Brent. Problémem je, že vývoj u jiných typů ropy se může lokálně poměrně výrazně lišit, což mimo jiné ovlivňuje právě hojně využívání futures na WTI, které působí občasné distorze cenového vývoje. Jako metodu pro vytvoření benchmarku jsem použil faktorovou analýzu metodou hlavních komponent. Pro faktorovou analýzu jsem použil týdenní data o 36 různých druzích ropy od roku 1999, tak jak je na svých stránkách zveřejňuje americká EIA. Získaná skóre prvního faktoru tvoří benchmark, který je (mírně transformovaný tak aby jeho velikost odpovídala úrovni, na které se pohybují ceny ropy) spolu s WTI v následujícím grafu.

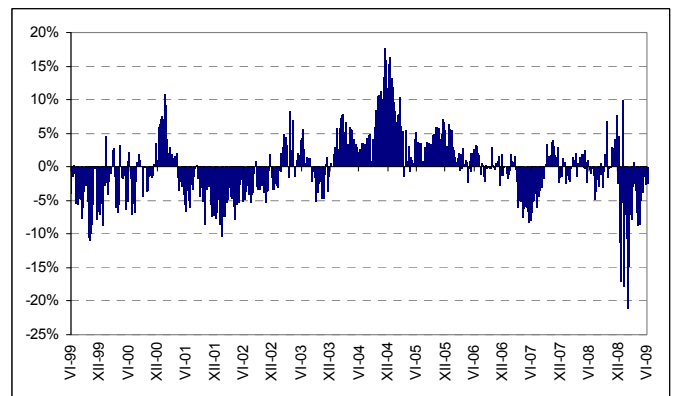


Zdroj: EIA, vlastní výpočty

Na první pohled je vidět, že základního cíle bylo dosaženo, vývoj navrhovaného benchmarku je velmi

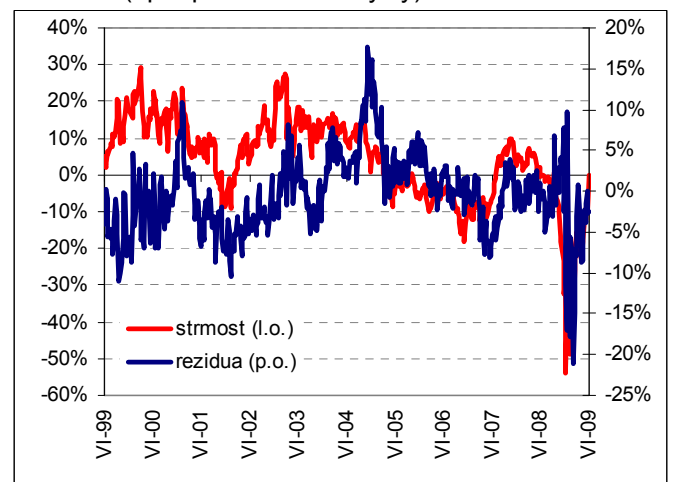
podobný vývoji používaného. Nyní se podíváme, jaký je vztah jednotlivých typů ropy k novému benchmarku. Korelace mezi benchmarkem a jednotlivými typy ropy jsou obecně (pochopitelně) velmi vysoké, stejně jako koeficienty determinace. Pouze u osmi typů ropy je koeficient determinace (R^2) nižší než 99,9%, patří mezi ně i WTI. Nejsilnější vazbu na benchmark mají dva druhy ropy s $R^2=99,9995\%$ (Neutral Zone Khajji Spot Price FOB a Saudi Arabia Light Spot Price FOB). Vývoj cen těchto dvou typů ropy by tak byl lepším benchmarkem než je WTI.

Nyní se dostáváme k vlastnímu účelu tvorby benchmarku, kterým je studium odchylek vývoje ceny u jednotlivých typů ropy. Ilustruji to na příkladu WTI. Zde je graf reziduí regrese WTI na benchmark (v procentech ceny).



Je z něj vidět, že odchylky jsou relativně často významné, až přes 10%. Takový graf umožňuje snadno identifikovat období lokálního nadhodnocení nebo podhodnocení pro daný typ ropy, což by se dalo pochopitelně dobře využít pro quasiarbitráže mezi jednotlivými typy ropy. Tento přístup spoléhá na návrat cen k normálu vůči benchmarku.

Na závěr graf srovnávající strmlost futures křivky pro WTI a rezidua (opět procentní odchylky).



Zdroj: Bloomberg, vlastní výpočty

Určitou souvislost je těžko popřít, je vidět, že skutečně existuje vztah mezi vývojem odchylky ceny WTI od benchmarku a vývojem na trhu s futures na tento typ ropy. Vývoj na trhu s futures na WTI není ovšem určitě

jediným faktorem, který ovlivňuje odchylku WTI od benchmarku.

Luboš Mokráš
analytik
224 995 456
lmokras@csas.cz