

## Shrnutí a základní data

- **Aktuální situace:** cena ropy Brent se po období, kdy jí především situace v Libyi vytlačila nad 120 USD/brl, opět usadila v pásmu 110 – 120 USD/brl. Situace v regionu Severní Afriky a Blízkého a Středního východu je stále velmi komplikovaná, takže riziková přírůžka plynoucí z možnosti dalšího významného narušení dodávek je oprávněná. Proti vysoké ceně ropy však působí momentálně dosti silné obavy z pomalejší globální ekonomiky s tedy i nižšího růstu poptávky po ropě.
- **Krátkodobý výhled (1 měsíc):** Cena ropy je podle našeho názoru aktuálně vyšší než by odpovídalo fundamentálním faktorům (rovnováha poptávky a nabídky, marginální náklady na těžbu) a současné situaci a vyhlídkám světové ekonomiky (relativně mírná expanze jako hlavní scénář). Dokud však nedojde k uklidnění situace na Středním východě, měla by se udržet relativně významná riziková přírůžka odrážející možnost narušení dodávek ropy z regionu. Z dalších faktorů bude trh sledovat motoristickou sezónu v USA a lokálně mohou být významné také pohyby kurzu eura k dolaru.
- **Střednědobý výhled (6 měsíců):** Klíčovým faktorem ovlivňujícím dlouhodobý vývoj cen ropy bude (po skončení krize v arabských státech) tempo růstu světového hospodářství a v jeho rámci především výkonnost rozvíjejících se ekonomik. Nejdůležitější by měla být výkonnost čínské ekonomiky, především to, zda utahování měnové politiky povede nebo nepovede k výraznému zpomalení místního růstu. Očekáváme pokračování relativně mírného oživení ve světě (a tedy nijak překotného růstu poptávky po ropě), zároveň by objem těžby ropy měl v příštích dvou až třech letech růst dostatečně na to, aby uspokojil růst poptávky (nepředpokládáme zásadní snížení rezervní kapacity OPEC). Vysoká cena ropy způsobená nepokojí v oblasti Severní Afriky a Blízkého a Středního východu může vydržet ještě měsíce (situace v Libyi nevypadá dobře), po uklidnění situace by však mělo dojít k jejímu poklesu zpět pod 100 USD/brl. OPEC by měl být bez problémů schopen nahradit výpadek těžby v Libyi, ale šíření nepokojů do států jako je Saúdská Arábie (rizikem je především nestabilní situace v sousedním Jemenu) by mělo extrémně negativně dopadnout.

1.6.2011	aktuální	1T	1M	6M	1R
ropa brent (USD/brl)	115,6	2%	-9%	36%	62%
uralská ropa (USD/brl)	114,7	4%	-6%	37%	63%
benzin natural 95 (USD/t)	1073,0	4%	-10%	39%	51%
nafta (USD/t)	968,0	6%	-9%	36%	50%
kerosen (USD/t)	1044,0	4%	-8%	36%	57%
rafinérská marže - ural/NWE (USD/brl)	6,76	5,70	9,12	5,71	9,07
rafinérská marže - brent/NWE (USD/brl)	6,13	3,54	5,93	4,73	8,19

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 bývalého viceprezidenta pro průzkum a rozvoj saúdskoarabské státní ropné společnosti Aramco al-Husseiniho není schopna Saúdská Arábie vyprodukovat dostatek lehké ropy s nízkým obsahem síry na to, aby nahradila výpadek libyjské těžby. Podle Husseiného je hlavním problémem poněkud vyšší obsah síry v saúdskoarabském ropném mixu, který má nahradit chybějící libyjskou ropu. Naproti tomu saúdskoarabský ministr ropného průmyslu al-Naimi tvrdí, že specifikace saúdského mixu jsou na úrovni libyjské ropy. Kvůli výpadku těžby v Libyi stále chybí 1,6 mil. brl ropy denně. Hlavní těžební oblasti mají pod kontrolou povstalci, od kterých by byly ochotny ropu odebírat evropské státy i USA, ale problémem je stále vysoká rizikovitost těžby kvůli probíhajícímu bojům. Situace v Libyi je nadále kritická pro vývoj ceny ropy, výpadek její těžby přidává k ceně ropy brent (která je podobně jako libyjská ropa lehká a sladká a může jí tedy nahradit) cca 25 USD/brl.
- Podle společnosti Eni začne těžba na norském arktickém ropném poli Goliat v roce 2013. Ke zpoždění by nemělo dojít ani v důsledku půlročního opoždění při zahájení vrtání. Goliat obsahuje odhadem 192 mil brl. těžitelné ropy a jde o první těžební platformu v Barentsově moři. Další nedávno objevené ropné pole v Barentsově moři je Skrugard a obsahuje odhadem 500 mil barelů ropy. Těžba by zde měl probíhat deset až dvacet let a mělo by tak umožnit Norsku po tuto dobu udržet stávající úroveň těžby. Norská těžba klesá dlouhodobě, od píku v roce 2001 do roku 2010 klesla o 40% a pokud nebudou nalezena nová ložiska mělo by po roce 2020 dojít k podstatnému propadu. Norskou odhaduje, že v jeho části Barentosva moře (nedávno byl ukončen spor o jeho rozdělení s Ruskem) se nachází zhruba 6 mld barelů zatím neobjevených ropných rezerv.
- Spojené Státy obvinily dva velké obchodníky s ropou (J. Dyera z Paron Energy a N. Wildgoose z Arcadia Energy) z manipulace s trhem v roce 2008. Obchodníci měly nakoupit fyzickou ropu a tím vytvořit dojem přebytku nabídky nad poptávkou, zároveň prodat nakrátko futures a poté masivně prodat nahromaděnou fyzickou ropu, tím srazit ceny a profitovat z krátkých

pozic ve futures. Tímto způsobem měly nezákonně vydělat 50 mil. USD. Prokázat spekulaci bude ovšem velmi těžké, navíc k obvinění dochází po třech letech v situaci, kdy jsou opět velmi vysoké ceny ropy a administrativa má silnou motivaci ukázat voličům, že něco proti vysokým cenám dělá. Politický tlak se projevuje také ve snaze zavést limity na pozice ve futures na komodity pro investory. Americký regulátor CFTC takové limity zvažuje, ovšem podle některých demokratických senátorů je příliš pomalý. Proti manipulaci cenami komodit prostřednictvím derivátů chce zasáhnout i EU. Spory o to, nakolik se na cenách ropy (a dalších komodit) podepisuje příliv investic a nakolik jsou ceny dány čistě fundamenty, stále probíhají bez jednoznačného výsledku (osobně jsem stoupencem názoru, že investiční a spekulativní pozice mají významný – někdy rozhodující - vliv především relativně krátkodobě – tj. řádově horizont 3 - 6 měsíců a dlouhodobě převažují fundamentální vlivy). Za potvrzení stále silného vlivu spekulativních pozic na cenu pokládá řada pozorovatelů například prudký pokles ceny ropy 5. května, kdy měly fondy likvidovat své dlouhé pozice. Podle agentury Reuters vlastní finanční investoři ropu v hodnotě více než 38,5 mld USD, což odpovídá 350 milionům barelů neboli zhruba čtyřem dnům světové spotřeby.

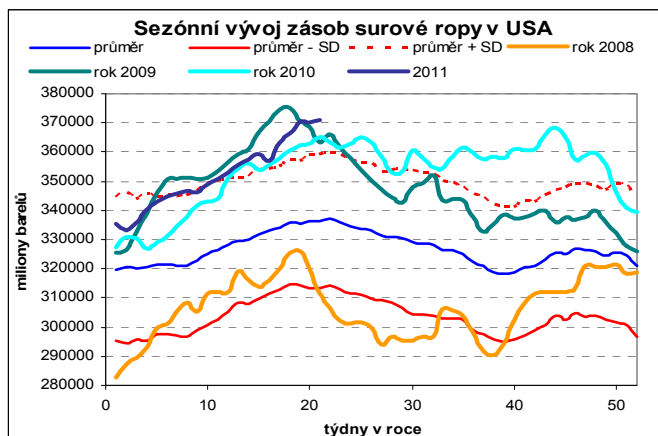
- Podle profesora Perrina, ředitele odborné publikace *Petrole et Gaz Arabes* je cena ropy vzhledem k trvajícím krizí v oblasti Severní Afriky a Blízkého a Středního východu rozumná a v daném kontextu není přehnaná.

Brent USD/brl	2Q/2011	3Q/2011	4Q/11	2011	2012
Anketa (RTRS) 25.5.2011	115,9	110	105	108,8	108,0
Futures (Brent)		112,88	111,69	111,80	108,56

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

- Morgan Stanley zvýšil svůj odhad letošní ceny ropy o 20% na 120 USD/brl. Zvýšení ceny odůvodnil nižší rezervní kapacitou OPEC způsobenou výpadkem Libyjské těžby. V roce 2012 čekají ropu Brent na 130 USD/brl (předchozí odhad 105 USD/brl). Také Goldman Sachs Group zvýšil kvůli výpadku libyjské ropy, který podle nich vedl k faktickému vyčerpání rezervní kapacity OPEC, odhad ceny na 115 USD/brl v tříměsíčním horizontu, na 120 USD/brl v šestiměsíčním horizontu a na 130 USD/brl v dvanáctiměsíčním horizontu.

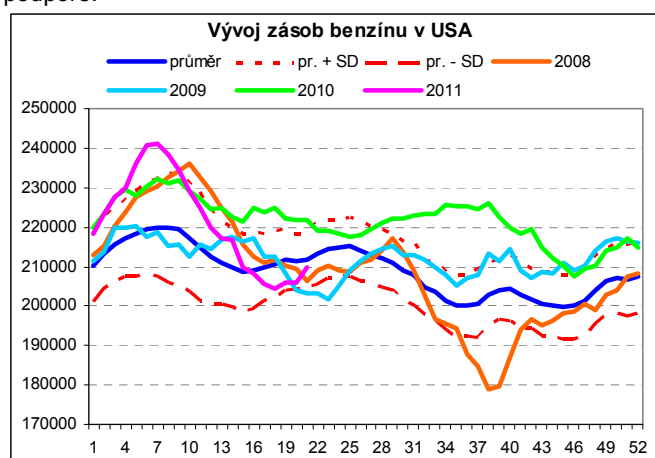
## Vývoj zásob v OECD



Zdroj: EIA

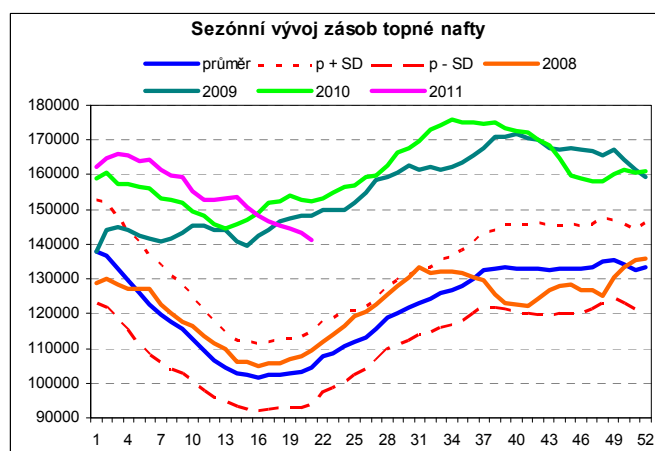
Komerční zásoby surové ropy sezónně rostly a jsou stále na velmi solidní úrovni, podobné jako v předchozích dvou letech, tedy zřetelně nad dlouhodobým průměrem. Z hlediska zásob surové ropy v USA nadále není důvod na jakékoliv znepokojení a tlak na růst ceny ropy.

Zásoby benzínu klesly rychleji než v předchozích letech, do značné míry kvůli zvýšeným exportům. Neobvykle rychlý pokles zásob vedl k tlaku na růst cen ropy, protože byl některými účastníky trhu interpretován jako příznak rostoucí poptávky. Mezičasem se zásoby stabilizovaly a obracují se k sezónně obvyklému růstu (vyšší využití rafinářské kapacity a větší zásoby v období vrcholící motoristické sezóny). Zásoby jsou nyní mírně pod průměrnou úrovní. Dá se předpokládat, že se brzy vrátí lehce nad průměr podobně jako v předchozích dvou letech. Vysoká cena benzínu v kombinaci se stále relativně vysokou nezaměstnaností by mohla vést k poněkud nižší spotřebě benzínu, což by mohlo následně vést k přílišnému růstu zásob. Celkově by zásoby benzínu měly přispívat spíše k tlumení tlaku na růst cen ropy než k jejich podpoře.



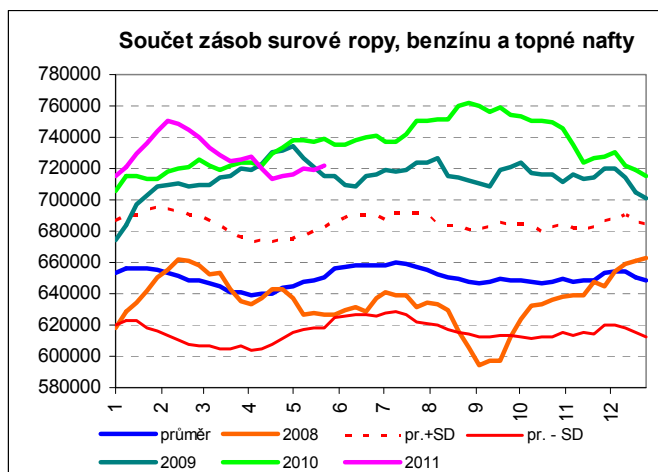
Zdroj: EIA

Zásoby topné nafty klesají. Jejich pokles je delší než je sezónně obvyklé. Úroveň zásob se tak proti předchozím dvěma letům poněkud přiblížila k dlouhodobému průměru, ale rozdíl je stále značný. Zatím bezprostředně nehrozí riziko, že by investoři byli poklesem znepokojeni, ale pokud by pokles pokračoval do začátku topné sezóny, mohlo by to podpořit tlak na růst ceny ropy.



Zdroj: EIA

Celkové zásoby se stabilizovaly na výrazně nadprůměrné úrovni. Z hlediska celkových zásob (což je podle nás nejrelevantnější ukazatel indikující stav poptávky a nabídky v USA) se už delší dobu neděje nic pozoruhodného, takže jejich vliv na trh by měl být zanedbatelný.



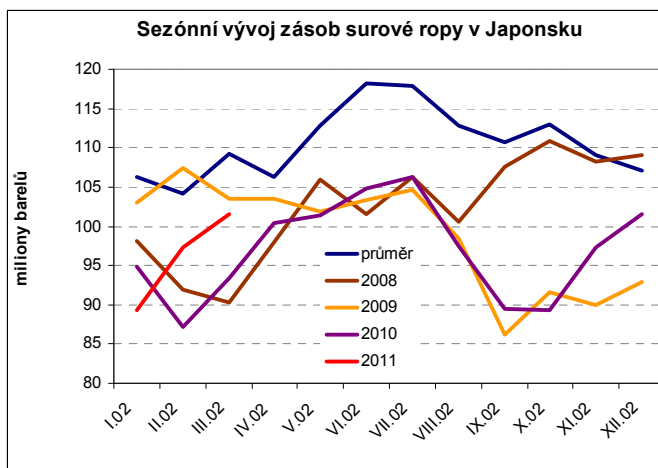
Zdroj: EIA

	IV.2011	III.2011	IV.2010
surová ropa	471,95	0,20%	-4,80%
benzín	112,37	-1,30%	-0,20%
nafta	409,88	1,50%	2,20%
celkem	1133,37	0,50%	-2,10%
využití kapacit rafinérií	77,90%	77,30%	80,63%

Zdroj: Reuters

Také v Evropě jsou zásoby na dostatečné úrovni a relativně stabilní. Meziročně je nejnápadnější pokles u zásob surové ropy, ani zde se však nejedná o nic dramatického. Podobně jako ve zbytku OECD nedává vývoj zásob sám o sobě důvod k růstu cen ropy.

V Japonsku zásoby sezónně normálně poskočily nahoru a jsou poblíž úrovně z roku 2009 a nad úrovní let 2008 a 2010. Z hlediska vlivu na trh by měly být japonské zásoby neutrální.



Zdroj: Petroleum Association of Japan

**Ľuboš Mokráš**  
 analytik  
 224 995 456  
[lmokras@csas.cz](mailto:lmokras@csas.cz)