

Shrnutí a základní data

- **Aktuální situace:** cena ropy kolísá poblíž 80 USD/brl, těsně po historickém maximem. Růst souvisí částečně s prudkým oslabením dolaru, hlavní příčinou je však soustavný tlak na růst ceny ze strany spekulantů.
- **Krátkodobý výhled (1 měsíc):** Vývoj bude primárně záviset na délce trvání spekulativního tlaku (Keynes: „Trh může zůstat iracionální déle než vy solventní“, na to se vyplatí nezapomínat), sekundárně na vývoji kurzu dolaru. Očekáváme zastavení oslabování dolaru a přechod do korekce, což by také mělo tlačit cenu ropy níže. Spekulanti by měly začít ztrácet půdu pod nohama kvůli sezónnímu vývoji zásob ropy a topné nafty. Pravděpodobnost narušení těžby kvůli počasí (hurikány) bude rychle klesat. Ohniska napětí jsou momentálně relativně v klidu, největším rizikem je Nigérie, ale případná místní narušení těžby by měla být krátkodobá a poměrně nevýznamná.
- **Střednědobý výhled (6 měsíců):** základními faktory určujícími vývoj bude výkonost světové ekonomiky (nakolik ovlivní krize na finančních trzích reálnou ekonomiku), kurz dolaru (očekáváme jeho postupné posílení) a průběh zimy na severní polokouli. Stav zásob je dostatečný, cena by proto měla ze současných vysokých úrovní zřetelně klesnout (mezi 60-70 USD/brl). Pokud by se opakovala poslední mírná zima byl by pokles podstatný (k 50 USD/brl, v případě těžší recese i níže). Geopolitické faktory budou stále hrát roli potenciálního strašáka schopného vyhnat cenu rychle nahoru.

4.10.2007	aktuální	1T	1M	6M	1R
ropa brent (USD/brl)	77,4	-2%	7%	12%	24%
uralská ropa (USD/brl)	73,7	-2%	4%	12%	24%
benzin natural 95 (USD/t)	691,0	-7%	3%	1%	24%
nafta (USD/t)	676,8	-5%	4%	14%	21%
kerosen (USD/t)	727,5	-4%	7%	10%	20%
rafinérská marže - ural/NWE (USD/brl)	2,04	2,71	1,03	0,48	0,46
rafinérská marže - brent/NWE (USD/brl)	0,72	0,77	1,39	-1,03	-1,04

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

- Konsorcium vedené společností Eni plní podle kazašské vlády požadavky místního ministerstva pro životní prostředí. Nemuselo by tak dojít k zastavení prací na rozvoji **kašaganského ropného pole** (jde o nejvýznamnější nový zdroj ropy v posledních desetiletích), kterým kazašská vláda vyhrožovala. Nejistota ohledně dalšího průběhu výstavby ropného pole přetrvává. Probíhají jednání (tento měsíc se do Kazachstánu chystá CEO Eni P. Scaroni jako součást doprovodu italského premiéra R. Prodiho).
- Společnost Chevron se chystá na zahájení produkce na svém **nigerijském ropném poli Agbami**. Dodávky by měly být zahájeny příští rok, očekává se rychlý růst těžby na 230000 brl/d a stabilizace těžby na úrovni 250000 brl/d od roku 2010. Agbami je největší hlubokovodní ložisko v Nigérii (což mimo jiné znamená, že zdejší těžbu neohrožují militanti). Celkové rezervy tohoto ložiska dosahují podle společnosti Chevron 900 mil. brl. Ropa z toho ložiska patří mezi nejkvalitnější na světě.
- V Angole zahájila společnost BP těžbu na **ropném poli Plutonio**. Příští rok by měla těžba na tomto ropném poli dosáhnout 200000 brl/d, což by mělo posunout celkovou úroveň těžby v Angole na 2 mil. brl/d. Ropa z nového naleziště patří mezi kvalitní tzv. „sladké“ typy.
- Těžba ropy v **aljašském Prudhoe Bay** (společnost BP) klesla v září o 20% a je meziročně o 5,6% nižší. Pole
- **aktuálně produkuje 240000 brl/d.** Příčinou poklesu těžby je především plánovaná údržba těžebních zařízení. Částečně se na výpadech podílely také lesní požáry.
- **Známa těžařská společnost BHP Billiton (těží především kovy) získala 14 licencí na výzkum a těžbu ropy v oblasti Falklandských ostrovů.**
- **Ruský export ropy** dosáhl v srpnu 4,55 mil. brl/d, což znamená růst o 6,7%. Ruské ropné společnosti vyexportovaly maximum ropy kvůli plánovanému navýšení exportních cel na ropu. Exportní clo bylo zvýšeno o 12% na 250,3 USD/t. Rusko v září vytěžilo 9,87 mil brl/d.
- **Ceny za pronájem tankerů** dopravujících ropu mezi těžebními oblastmi na Středním východě a asijskými spotřebiteli klesly na osmnáctiměsíční minimum kvůli nízké poptávce po jejich službách. K poklesu přispěly svátky v Číně a Indii. Nízká cena za přepravu ropy by měla vydržet po dobu svátků.
- Podle katarského ministra ropného průmyslu Abdulaha al-Attiaha by další **zvýšení produkce ze strany OPEC nevedlo k poklesu ceny**, protože cenu drží především spekulativní nákupy. Trh nijak nereagoval na zvýšení produkce ropy ze strany OPEC o 500000 brl/d. Další zasedání OPEC, které posoudí těžební limity, se bude konat v listopadu v saúdskoarabském Rijádu.
- Společnost Shell a saúdskoarabská státní ropná společnost Aramco se dohodly na rozšíření společně vlastněné **rafinérie v americkém Porth Arturu**. Kapacita rafinérie má být zvýšena z 285000 brl/d o

325000 brl/d. Rafinérie by po zvýšení kapacity měla patřit mezi největší na světě. Náklady projektu mají činit 7 mld USD a dokončen má být v roce 2010. Projekt v Porth Arturu pokračuje, přestože třetina oznámeného navýšení kapacit rafinérií byla zrušena kvůli růstu nákladů.

- Americké společnosti by mohly omezit expanzi rafinérské kapacity nebo dokonce přistoupit k uzavírání rafinérií pokud by došlo ke zvýšení nákladů v důsledku povinného omezování emisí skleníkových plynů.
- **Prodeje ropných produktů v Japonsku** v srpnu podle vládních údajů klesaly desátý měsíc po sobě. Meziroční pokles zpomalil na 1,8% především kvůli vyššímu odbytu topné nafty využívané výtopnami (tzv typy B- a C-). Ten byl podpořen odstavením jaderné elektrárny zasažené zemětřesením. Silný zůstává export, především kerosenu a benzínu. Oproti loňskému roku se skoro ztrojnásobil. Dovoz surové ropy do Japonska se v srpnu zvýšil o 3% na 4,18 mln brl/d.
- **Cena benzínu v Evropě klesá** kvůli sezónnímu přesunu poptávky. V po sledních dnech byl pokles ceny benzínu podpořen poklesem ceny surové ropy.
- **Podle předpovědi organizace World Energy Council (WEC)** začne v příštích dvaceti letech klesat produkce ropy. Svět v této době spotřebovuje polovinu zásob ropy. Podle WEC dosáhly prověřené zásoby ropy na konci roku 2005 1,215 mld barelů (160 mld tun), což znamená nárůst o 11% proti roku 2002. Kromě vyčerpávání zásob je problémem také růst nákladů na těžbu ropy, když nejrychleji docházejí snadno dostupné zdroje.
- Hlavní ekonomové společností Chevron a Total předpokládají, že ceny ropy budou nadále uváděny v dolarech, přes jeho prudké oslabení. Většina vývozců ropy setrvává u dolaru, výjimkou je především Írán (85% příjmů z vývozu ropy je v jiných měnách než dolar). Venezuela a Rusko také zvažují diverzifikaci z dolaru.

Očekávaný vývoj ceny ropy

Brent USD/brl	4Q/07	2007	2008	2010
Anketa (RTRS)				
24.8.2007	67,5	66,3	65,15	55,41
26.9.2007	69,82	67,1	66,66	58,16
Futures (Brent)	77,52	76,43	73,94	71,00

Zdroj: Reuters (33 analytiků), Bloomberg. Futures i anketa udávají průměrnou cenu za období.

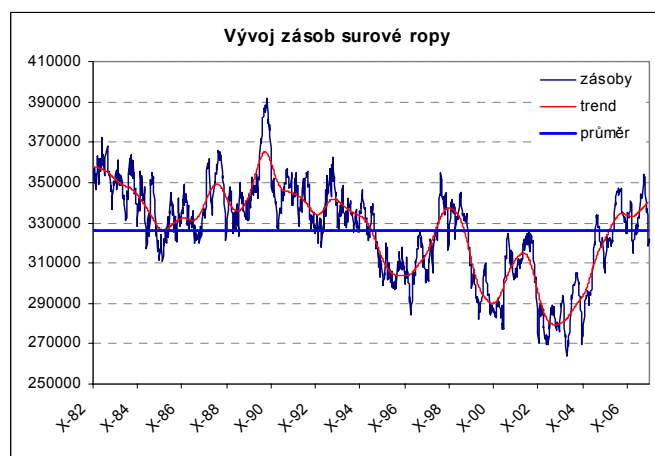
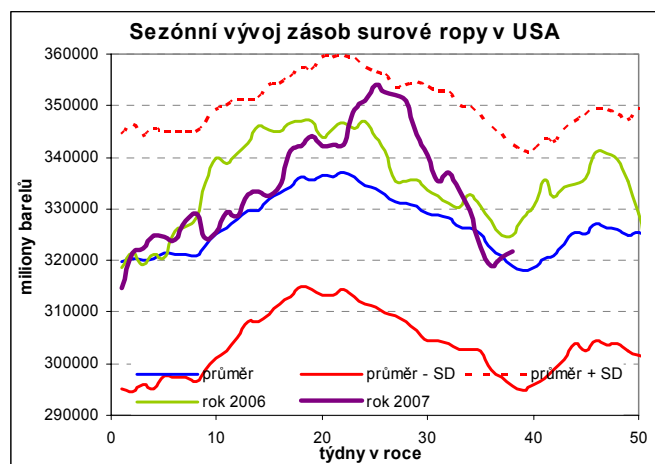
- Investiční banka Credit Suisse zvýšila dlouhodobý odhad ceny americké lehké ropy WTI na 60 USD/brl z 50 USD/brl. Banka soudí, že na cenu bude mít vliv malý rozdíl mezi produkcí a spotřebou a pokles komerčních zásob v USA.
- Angelos Damaskos, šéf společnosti Sector Investment Managers, která spravuje dva hedge fondy investující hlavně do akcií společností svázaných s energií, si myslí, že cena ropy může do konce roku vzrůst na 100 USD/brl. Podle jeho názoru by se tak mělo stát kvůli slabému dolaru a situaci příhodné pro spekulanty. Podle názoru pana Damaskose je trh nedostatečně zásobován. Damaskos si také myslí, že k růstu ceny by mohlo vést překlopení křivky futures zpět z backwardation do kontanga.

Vývoj zásob a spotřeby

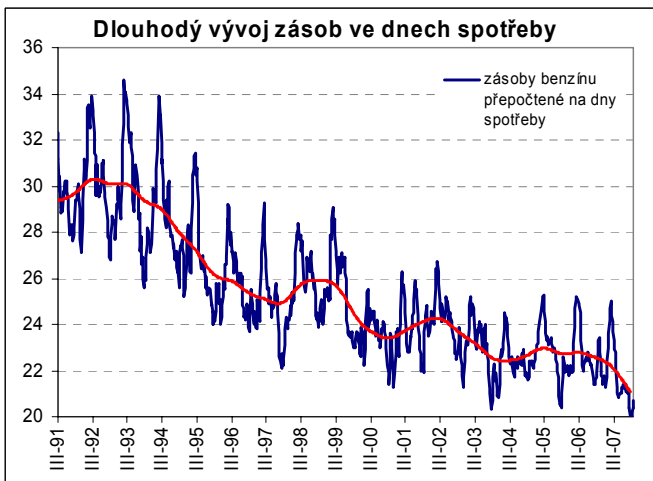
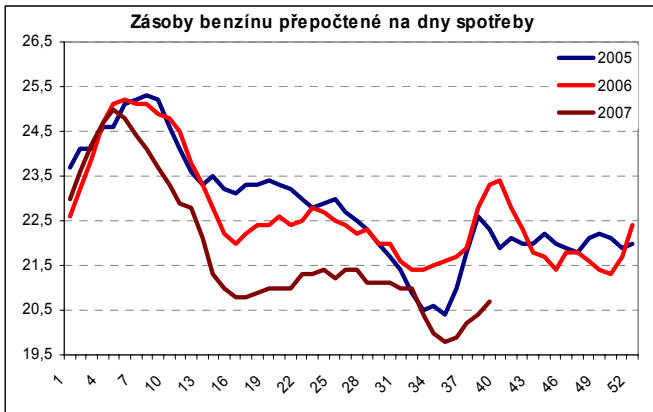
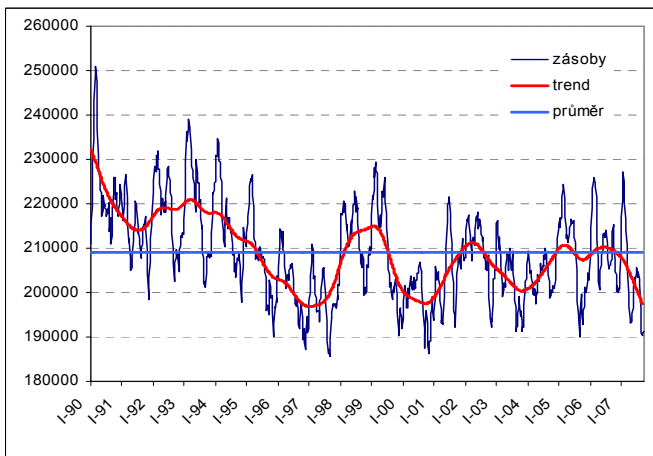
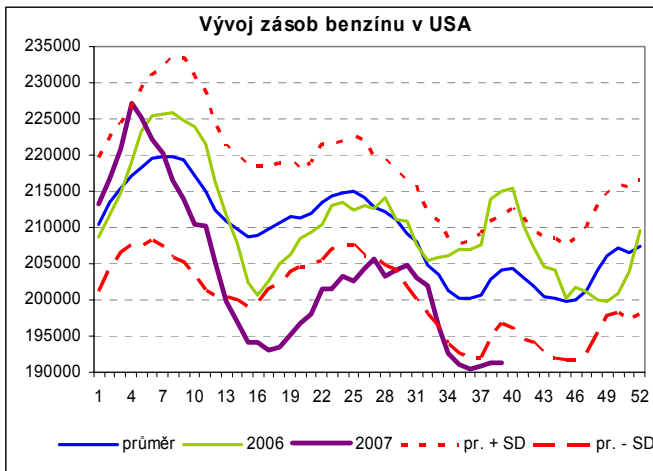
Meziročně nižší zásoby produktů souvisí se skutečně relativně nízkými zásobami benzínu a s relativně vysokými zásobami topné nafty loni. V Japonsku trvá nízký stav zásob produktů daný nižší poptávkou. V Evropě jsou zásoby produktů meziročně pouze nevýznamně nižší. Loni byly zásoby všeobecně mimořádně vysoké.

USA	IX-07	IX-06	změna
ropa	321,8	328,1	-1,92%
benzín	191,3	215,1	-11,06%
nafta	135,9	151,5	-10,30%
EMU	VIII-07	VIII-06	
ropa	483,3	484,2	-0,19%
benzín	124,3	127,7	-2,66%
topný olej	113,5	115,8	-1,99%
Japonsko	VII-07	VII-06	
ropa	115,3	116,4	-0,95%
benzín	11,4	12,1	-5,79%
topný olej	12,3	13,3	-7,52%

Vzhledem k situaci na trhu s ropou je pohled na americké zásoby momentálně obzvláště aktuální a důležitý. Takže hurá do toho (grafický doprovod bude oproti normálu rozšířený). Zdrojem dat v grafech týkajících se zásob je EIA (Energy Information Administration).



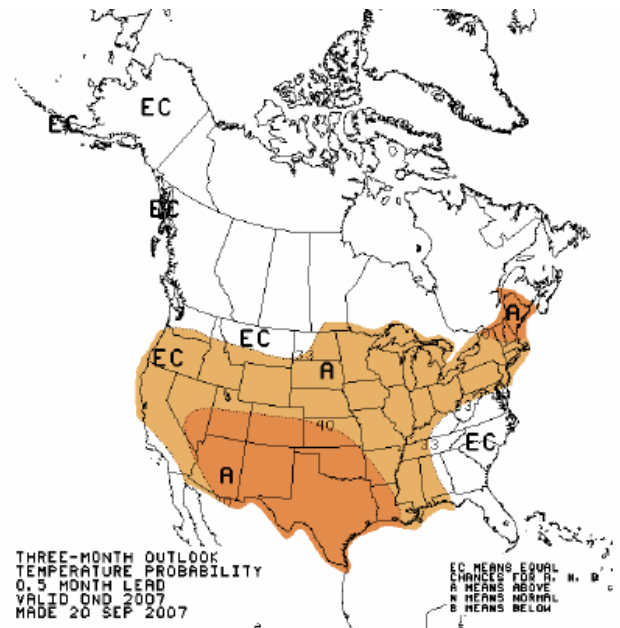
Spekulanti se sice ze všech sil snaží plašit, ale zásoby surové ropy jsou na naprosto normální, sezónně odpovídající úrovni. Jak z krátkodobého tak z dlouhodobého hlediska nejsou ani nejmenší důvody k obavám. Zajímavý je zejména pohled na graf dlouhodobého vývoje komerčních zásob. Z něj je vidět, jak nesmyslné jsou snahy budit dojem nedostatečného zásobování trhu. V letech 2002-2004 byly komerční zásoby surové ropy o víc než 20% nižší...



U zásob benzínu je situace poněkud jiná, y jsou skutečně relativně nízké. Momentálně to nepředstavuje problém, je po motoristické sezóně a benzín je tím pádem až do jara poměrně nezajímavý. Zajímavé by to začalo být až na jaře, v případě, že by se to té doby situace nezměnila. Z grafu dlouhodobého vývoje je vidět, že přetrvává velmi nízký stav zásob i z historického hlediska. Je otázkou co je příčinou nízkého stavu zásob: může jít o technickou záležitost (údržba) nebo také očekávání nižší spotřeby. Na dlouhodobém vývoji zásob přepočtených na dny spotřeby jsou vidět dvě zajímavé věci: jednak zřetelně klesající sezónní výkyvy a jednak dlouhodobý klesající trend. To by oboje mohlo souviset s dokonalejšími systémy řízení zásob a výroby (just-in-time) a také z globalizací – větší mezinárodní obchod s benzinem umožňující pružně reagovat na změny poptávky v jednotlivých částech světa.

Topná nafta v USA

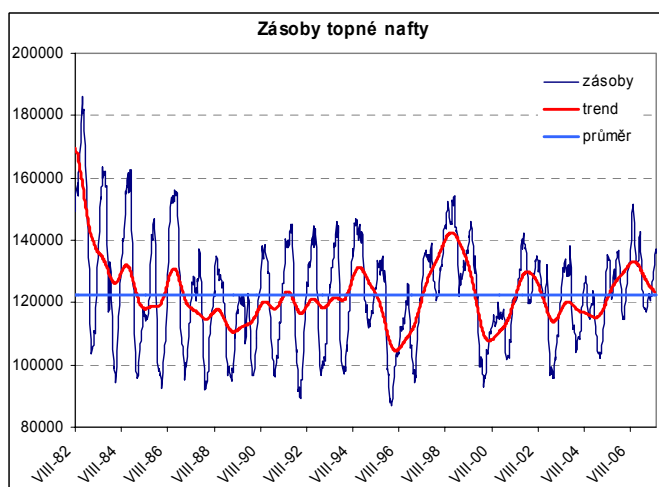
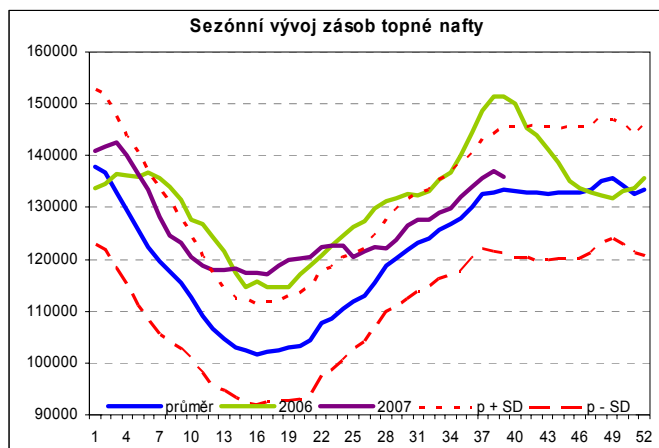
Před nastávající topnou sezónou jde o kriticky důležitou komoditu. Předpovědi počasí jsou sice nejisté, ale přece jenom stojí za to se podívat co si myslí americký úřad NOAA o vývoji počasí v následujících třech měsících. V Tichém oceánu se vyvíjí situace La Nina, což je opak patrně známější El Nino (voda v okolí rovníku je chladnější než obvykle). Čím silnější tato anomálie bude tím pravděpodobnější je teplá zima v USA. Následující graf ukazuje pravděpodobnost teplotních odchylek v následujících třech měsících.



Zdroj: NOAA

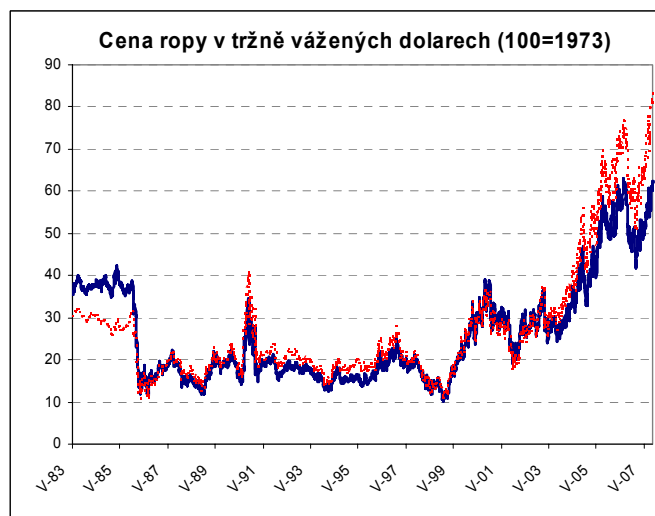
Pokud by se tato předpověď naplnila, znamenalo by to další teplou zimu a tím pádem i další zvýšení fundamentálního tlaku na pokles cen jak topné nafty tak ropy. Rozhodujícím bude vývoj počasí na severovýchodě USA.

Zásoby topné nafty jsou z dlouhodobého hlediska bezpečně nad normálem. Příznacné pro současnou situaci je, že přesto dokáže jejich mírný pokles v týdenních datech vzbudit vlnu hysterie... Zajímavé je srovnání vývoje v letošním roce s normálem – pěkně je vidět důsledky mimořádně teplé zimy, díky které byl sezónní pokles zásob podstatně mírnější než obvykle. To následně znamenalo také menší spotřebu ropy pro doplnění zásob.



významu. Z grafu je také mimo jiné vidět, že se očekávání trhu ohledně ceny v příštích několika letech v posledních měsících ustálila poblíž 70 USD/brl.

Vliv oslabení dolaru na cenu ropy

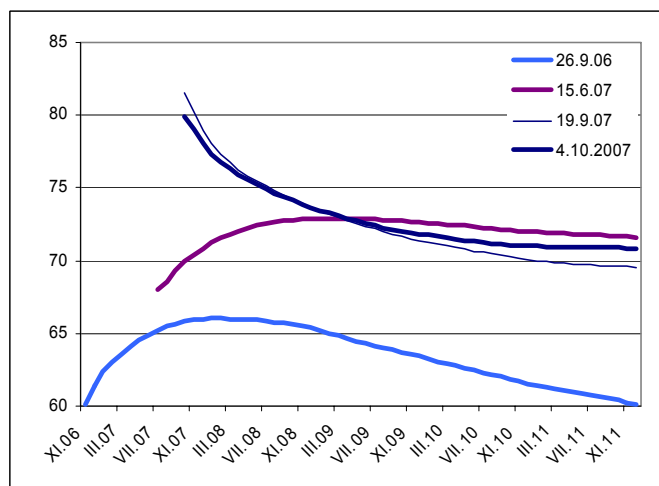


Zdroj: Bloomberg

Graf ukazuje vývoj ceny ropy jak by vypadal pokud by byl kurz dolaru vůči tržně váženému koši hlavních světových měn stabilní.

Z grafu je vidět, že aktuální cena se v tomto případě pohybuje na úrovni předchozích maxim. Vidět také je, že slabý dolar sice má určitý podíl na vysoké ceně ropy, nejde však zdaleka o jediný zdroj.

Futures



Zdroj: Bloomberg

Za pozornost tentokrát rozhodně stojí také futures křivky. Oproti v posledních letech převažujícímu kontangu na začátku křivky (pozitivní sklon futures křivky) se v průběhu července překlopila celá křivka do backwardation (negativní sklon). Kontango na začátku křivky se objevilo ke konci roku 2004, tedy zhruba v době kdy začal prudký růst trendu ropy, předtím převažoval podobný tvar křivky jako nyní. Backwardation je tvar běžný u mnoha komodit (například kovů). Možným výkladem této situace je, že trh při současné úrovni ceny přestal spekulovat na další růst v horizontu měsíců. Křivka by v tomto případě dlouhodobě setrvala v backwardation. Může však také jít jen o krátkodobou anomálii bez hlubšího

Ľuboš Mokráš

analytik
224 995 456

lmokras@csas.cz