

Shrnutí a základní data

- **Aktuální situace:** cena ropy se dostala na dohled ke 100 USD/brl, poté v korekci spadla pod 90 USD/brl a nyní kolísá kolem této úrovně. Nadále trvá spekulativní tlak (odliv prostředků ze strukturovaných produktů do komodit, snaha dosáhnout hodnoty 100 USD, což je strike pro call opce na WTI, slabý dolar a napjatá situace mezi Tureckem a Irákem) přerušovaný korekcemi. Trh kolísá mezi dojmem, že trh je slabě zásobován a pocitem, že hrozí pokles poptávky kvůli ochlazení světové ekonomiky.
- **Krátkodobý výhled (1 měsíc):** V měsíčním horizontu budou pro vývoj na trhu klíčové tři faktory: vývoj amerických zásob, počasí na severní polokouli (obzvláště na severovýchodě USA) a vývoj názoru na výkonnost světové ekonomiky v příštím roce. Zásoby surové ropy v USA jsou podprůměrné a klesají, což dává spekulantům do ruky trumf. Zima by podle dlouhodobých předpovědí měla opět být mírná, což může částečně oslabit tlak na růst cen ropy. Názory na výkonnost světové ekonomiky v příštím roce kolísají, pokud by však sílil pocit, že USA projdou recesí, mělo by to tlačit cen ropy dolů. Obvyklým zdrojem možných impulsů směrem nahoru jsou ohniska geopolitického napětí (Střední východ, Nigérie, Venezuela).
- **Střednědobý výhled (6 měsíců):** ve střednědobém horizontu by měl dominovat především výhled světové ekonomiky. Důležité také bude zda a jak bude reagovat poptávka po ropě na její vysokou cenu. Pokud by poptávka reagovala je pravděpodobný rychlý pokles na přijatelnější cenovou hladinu. Po celou zimu bude trh citlivý na její průběh (podnormální nebo nadnormální teploty). Ke konci horizontu bude důležitý stav zásob benzínu před blížící se motoristickou sezónou. Po celé období bude trh sledovat pravidelné informace o vývoji zásob surové ropy a produktů v USA. Klíčovým pro celý příští rok bude postoj kartelu OPEC: zda převládne pragmatický přístup Saudské Arábie, která se snaží nepoškodit příliš vysokou cenou ropy růst světové ekonomiky nebo přístup radikálů (především Írán a Venezuela), kteří prosazují co největší tlak na růst ceny ropy. Postoj OPECu bude rozhodující také proto, že se v příštím roce nečeká podstatnější růst těžby mimo kartel.

14.12.2007	aktuální	1T	1M	6M	1R
ropa brent (USD/brl)	93,1	5%	0%	25%	33%
uralská ropa (USD/brl)	88,7	4%	-2%	26%	34%
benzin natural 95 (USD/t)	829,0	4%	-4%	11%	29%
nafta (USD/t)	831,8	0%	1%	27%	33%
kerosen (USD/t)	898,3	3%	-2%	26%	32%
rafinérská marže - ural/NWE (USD/brl)	3,20	4,56	3,59	3,35	0,63
rafinérská marže - brent/NWE (USD/brl)	-0,73	3,51	3,90	2,19	-2,76

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

- OPEC na svém meetingu v Dubaji rozhodl ponechat těžební limity beze změny. Rozhodnutí patrně ovlivnil prudký pokles cen, ke kterému došlo těsně před zasedáním. V prohlášení OPEC uvedl, že je připraven zajistit dostatečné zásobování trhu. Další zasedání bude 1. února 2008 ve Vídni. Oficiální pozici OPEC-u zůstává, že současné ceny ropy jsou výsledkem spekulativní aktivity (jak potvrdil generální tajemník organizace A. el-Badri).
- Podle americké vládní Energy Information Agency (EIA) je vazba mezi vysokými cenami ropy a spekulativními aktivitami ze statistického hlediska velmi volná. Řekl to G. Caruso, šéf EIA ve vystoupení před senátní komisí. Oponoval mu F. Geith, výkonný ředitel Oppenheimer & Co., podle kterého aktuální cena neodpovídá fundamentální situaci, především rovnováze mezi spotřebou, zásobami a dodávkami na trh. Podle Geitha nafukuje spekulace cenu ropy až o 100%.
- Mezinárodní organizace pro energii (IEA) snížila odhad spotřeby pro příští rok kvůli vysokým cenám ropy, které by měly omezovat poptávku. IEA nyní očekává průměrnou denní poptávku 87,69 milionu brl/d, o 300000 méně než v předchozí předpovědi. Nižší poptávka je očekávána zejména v USA a dalších průmyslově vyspělých státech, čínská poptávka by měla zůstat silná. K nižší poptávce po ropě by podle IEA měl přispět především přesun k alternativám, v USA zejména k zemnímu plynu. Poptávku na Středním východě a ve východní Asii podporují státní subvence. IEA neočekává výraznější pokles ceny, protože situace by podle ní měla zůstat napjatá a rozdíl mezi poptávkou a nabídkou malý.
- OPEC předpokládá, že v příštím roce klesne poptávka po jeho ropě o 229000 brl/d. Hlavní příčinou má být nižší spotřeba v USA. OPEC očekává, že v průměru bude příští rok dodávat 30,8 milionů barelů denně.
- Podle předpovědi NOAA (meteorologické organizace USA) by měl vést klimatický jev La Nina v tichém oceánu k nadprůměrným teplotám v průběhu zimy (což by mělo snížit spotřebu topné nafty).
- Prohra venezuelského prezidenta H. Chavéze v referendu o posílení jeho pravomocí vyvolává obavy z možné politické destabilizace Venezuely. Venezuela patří mezi nejvýznamnější dodavatele ropy do USA.
- Americký ministr energetiky S. Bodman žádal státy OPEC o zvýšení produkce ropy. Většina členských států OPEC však považuje produkci za dostatečnou, zásoby

ropy za přiměřené a vysokou cenu ropy podle nich způsobuje především kombinace slabosti dolaru a spekulace.

- Společnosti Exxon Mobil a Saudi Aramco oznámily, že spotřebitelé jsou dostatečně zásobováni. Exxon je největší ropná společnost podle prodeje a Saudi Aramco je největší světový exportér ropy. Prohlášení společnosti podtrhuje rozdíl mezi fyzickými dodávkami, které jsou dostatečné a plně pokrývají reálnou poptávku a „papírovými barely“, což je efekt spekulací a také stále větší tendence dlouhodobě investovat do komodit.
- Saúdskoarabský ministr ropného průmyslu A. al-Naímí řekl, že Saudská Arábie produkuje 9 milionů brl/d, čímž potvrdil odhady, které kolevaly na trhu. Toto prohlášení vyvolalo spekulace, že Saudská Arábie zvyšuje produkci, což se mělo projevit i ve vyšších těžebních kvótách OPEC. Saudská Arábie naposledy produkovala toto množství ropy v říjnu 2006.
- Podle odtajněných materiálů amerických výzvědných služeb zastavil Irán vývoj jaderných zbraní v roce 2003 a pokud by ho obnovil stihl by vyrobit jadernou pumu nejdříve v roce 2010. Přesto se USA a EU shodly, že Irán porušuje výzvy OSN k zastavení obohacování uranu, což může vést ke zpřísnění sankcí. Rusko Iránu nabídlo dodávky jaderného paliva, čímž se snaží snížit Íránskou motivaci k pokračování programu obohacování uranu. Napětí mezi Iránem a Spojenými státy je nadále jedním z hlavních geopolitických rizik pro cenu ropy.
- Za prvních jedenáct měsíců letošního roku vzrostl dovoz ropy do Číny o 21,5% (celkem 150 milionů tun). Export klesl o 41% na 3,19 milionů tun. Čína v listopadu zvýšila produkci ropy o 1% na 3,74 mil. barl/d. Čína se potýká s prudkým růstem spotřeby ropy

Očekávaný vývoj ceny ropy

Brent USD/brl	4Q/07	1Q/2008	2008	2010
Anketa (RTRS)				
25.9.2007	73,35	71,74	69,54	61,37
26.10.2007	79,86	77,18	72,88	66,04
Futures (Brent)	91,45	89,84	86,61	84,44

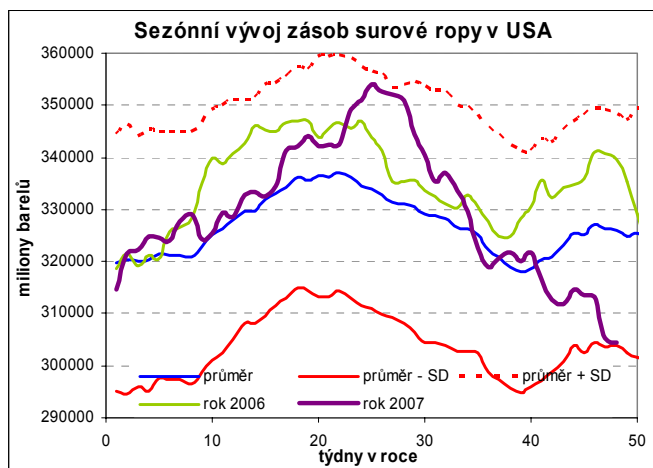
Zdroj: Reuters (37 analytiků), Bloomberg. Futures i anketa udávají průměrnou cenu za období.

- V posledním měsíci došlo k poměrně radikálnímu růstu očekávání analytiků, především pro příští rok. Hlavním důvodem je podle mého názoru udržující se vysoká cena ropy, vedlejším důvodem je pesimismus ohledně zvyšování těžby mimo OPEC po letošním zklamání.
- Australská společnost Macquire zvýšila odhad průměrné ceny na rok 2008 na 79 USD/brl kvůli napětí na irácko-turecké hranici a neklidu v Nigérii.
- Deutsche Bank zvýšila odhad ceny ropy v příštím roce na 80 USD/brl z 62 USD/brl. Zvýšení odhadu reaguje na aktuální ceny ropy, malý rozdíl mezi poptávkou a nabídkou. Pro léta 2010 až 2013 očekává Deutsche Bank cenu mezi 65-70 USD/brl.
- Podle investiční banky Lehman Brothers by měly ceny ropy příští rok zůstat vysoké, v roce 2009 by měly díky nově zpřístupněným zdrojům klesnout. V roce 2008 očekává Lehman Brothers průměrnou cenu 84 USD/brl, v roce 2009 78 USD/brl.
- Goldman Sachs Group Inc. (GS) zvýšila predikci průměrné ceny ropy WTI pro příští rok na 95 USD/brl, předchozí očekávaný průměr byl 85 USD/brl. Na konci

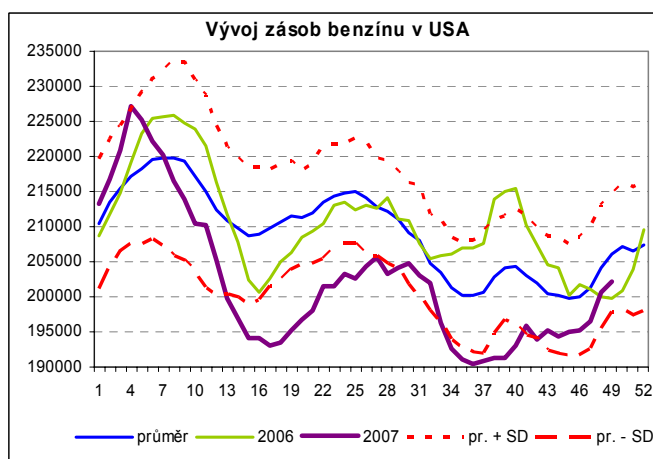
příštího roku by cena mohla narůst až na 105 USD/brl. Hlavní příčinou růstu ceny by podle GS měly být rostoucí ceny technologií na těžbu ropy a politická nejistota. Kromě toho GS čeká cyklicky silný trh ve druhém pololetí 2008.

- Merrill Lynch zvýšil odhad na průměrnou cenu ropy Brent v roce 2009 o 10 USD na 70 USD/brl. Příští rok čeká průměrnou cenu 82 USD/brl. Důvodem zvýšení odhadů je nižší než očekávaný růst produkce mimo OPEC.

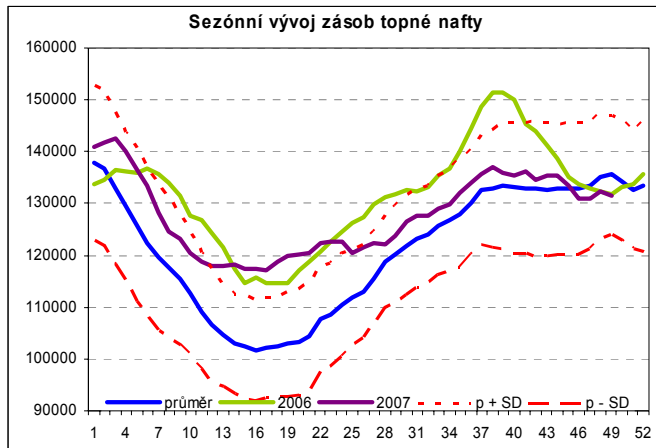
Vývoj zásob v USA



Zásoby surové ropy pokračovaly v listopadu v poklesu. Tento vývoj je nepříjemný ze dvou důvodů: jednak jde proti obvyklému sezónnímu vzoru a jednak už dochází k nepříjemně velké odchylce od průměrné úrovně i od úrovně před rokem. Pokud by trend k poklesu zásob pokračoval i nadále podstatně by to posílilo argumentaci těch, kteří tvrdí, že zásobování trhu je nedostatečné. Situaci by sice částečně mohla pomoci teplá zima a pravděpodobně zpomalení světové ekonomiky v příštím roce, ale skutečným řešením by bylo pouze zvýšení těžebních limitů kartelu OPEC. Ten však zatím na situaci nereaguje a z obav před poklesem cen ropy udržuje limity beze změny. Pro posouzení jak vážná je situace bude důležitý vývoj v prvních týdnech příštího roku.



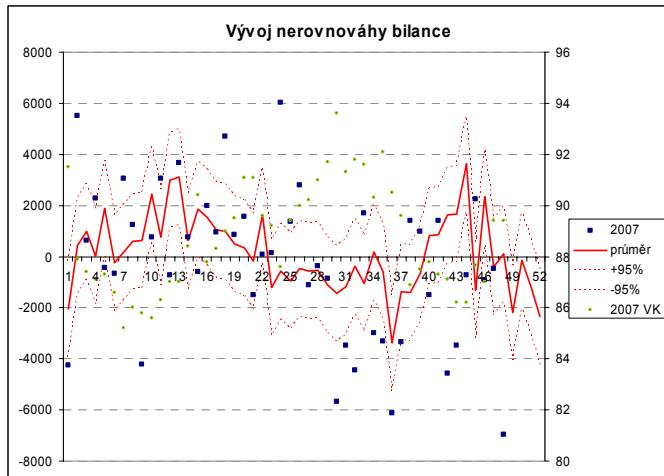
U zásob benzínu je situace opačná než u zásob ropy. Z úrovně hluboko pod normálem se vrátily zpět na zhruba normální úroveň (mírně pod průměrem a lehce nad úrovní loňského roku). Před začátkem motoristické sezóny by tedy měla být úroveň zásob dostatečná, což snižuje pravděpodobnost dalšího prudkého růstu cen ropy ve druhém čtvrtletí příštího roku.



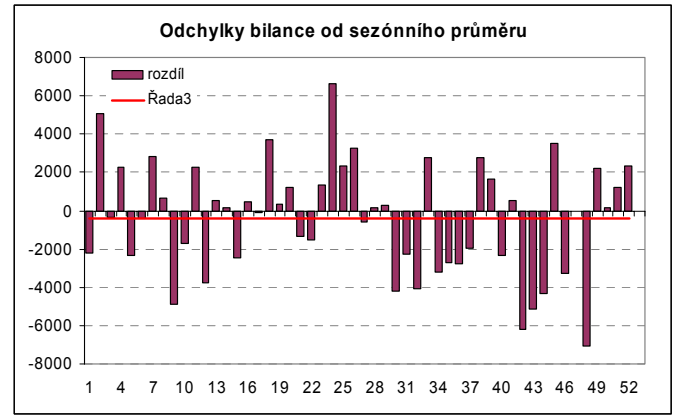
Zásoby topné nafty jsou na zcela normální úrovni odpovídající sezóně. U ropných produktů se nijak neprojevuje nedostatek ropy. Pokud by byla zima teplejší než normálně, měl by se opakovat efekt z letošního roku, kdy byl stav zásob topné nafty na přelomu prvního a druhého čtvrtletí abnormálně vysoký, což zmenšilo potřebu doplnění zásob vyčerpaných po topné sezóně.

Bilance zásob v USA

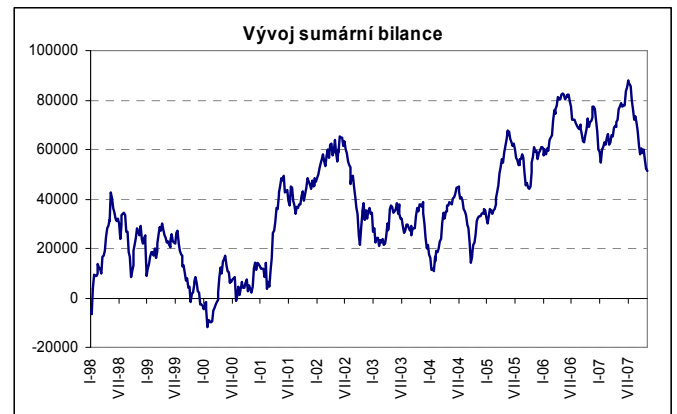
Týdenní údaje o vývoji zásob surové ropy v USA by měly teoreticky splňovat jednoduchou identitu: změna zásob = domácí těžba + dovoz – spotřeba rafinérií – změna strategických zásob. Prakticky ovšem situace není ani zdaleka tak jednoduchá. Kvůli časovému posunu v reportování jednotlivých pohybů a stavů, chybám, ztrátám apod. se stav od ideálu poměrně výrazně liší. Jaká je situace reálně se podíváme na následujících grafech.



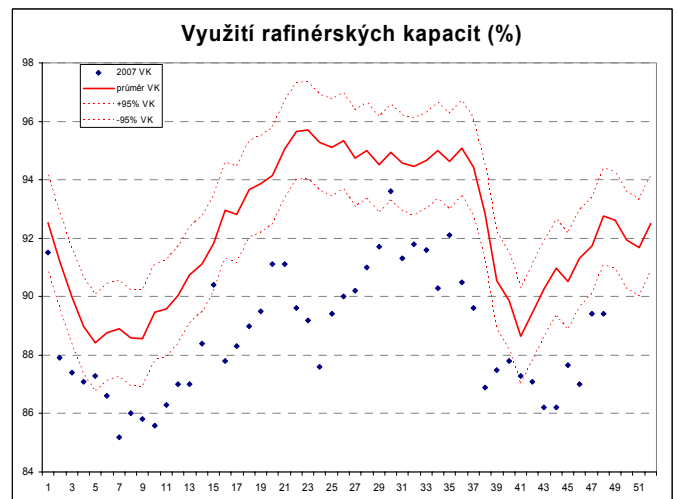
První ukazuje vývoj nerovnováhy v bilanci v průběhu roku. Na průměrné úrovni za posledních deset let je vidět zřetelná sezónnost. Ta souvisí primárně s tím jak se mění využití kapacit rafinérií (v grafu označeno jako VK). Graf ukazuje také vývoj v letošním roce. Je vidět, že v prvním pololetí byl vývoj téměř normální, zato ve druhém se vyskytuje řada výrazných odchylek od normálu.



Tuto situaci zřetelněji ilustruje tento graf, který ukazuje vývoj odchylek letošního průběhu anomálií v bilanci od průměru za posledních deset let. Celkově tak k vybilancovanosti letos „chybí“ 20,6 milionu barelů. Rozdíl v zásobách mezi loňským rokem a letošním rokem je -35,2 milionu barelů. Bilance nesedí ani dlouhodobě.

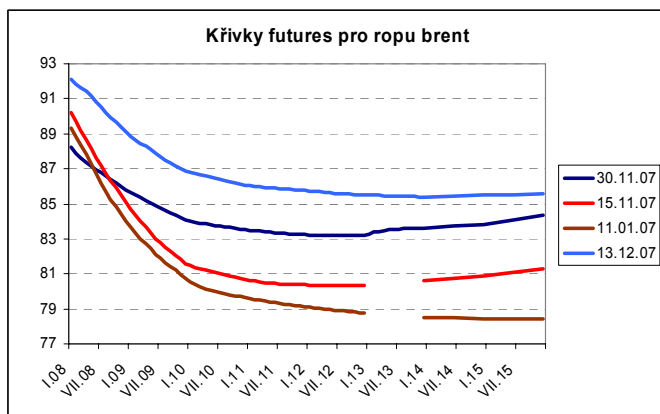


Graf ukazuje sumární bilanci, tj. součet bilancí v jednotlivých týdnech za posledních deset let.



Konečně pro zajímavost ještě související graf ukazující průměrné využití kapacit rafinérií a situaci v letošním roce. Je vidět, že sezónnost je zachována, ale využití kapacit bylo letos soustavně nižší. Částečně to patrně souvisí s loňskou teplou zimou, díky které bylo potřeba vyrobit méně topné nafty. Rozdíl proti průměru je patrně proto výraznější v prvním pololetí.

Vývoj křivky futures



Nejvýraznější tendencí v průběhu uplynulého měsíce bylo výrazné zploštění křivek kvůli růstu cen futures na dlouhém konci, což by mělo znamenat (*ceteris paribus*) vyšší očekávanou průměrnou cenu pro následující léta. Tato interpretace je v souladu s obecnou tendencí mezi investičními bankami zvyšovat očekávanou cenu ropy pro příští dva roky. Vedlejším efektem je pokles prémie při rolování futures (prémie vzniká jako rozdíl mezi spotovou cenou a cenou futures).

Luboš Mokráš

analytik

224 995 456

lmokras@csas.cz