

Shrnutí a základní data

- **Aktuální situace:** cena ropy zrychlila růst a dostala se až přes 135 USD/brl. Situace je podobná jako před měsícem: zřetelná tendence preferovat zprávy podporující růst ceny a ignorovat zprávy, které by mohli vést k poklesu ceny. Přestože IEA dále zredukovala očekávaný růst poptávky a Saudská Arábie oznámila zvýšení dodávek o 3000000 brl/d převládá na trhu přesvědčení, že ropa je nedostatek a že se situace nezlepší. Vývoj zásob v rámci OECD stále nesvědčí pro fyzický nedostatek ropy. V posledních dnech mohlo podle NME (New York Mercantile Exchange) k prudkému růstu ceny přispět zavírání krátkých pozic ve futures, nasvědčuje tomu pokles open interest (objemu otevřených pozic).
- **Krátkodobý výhled (1 měsíc):** faktory, které budou ovlivňovat obchodování v měsíčním horizontu: především vývoj zásob (nejdůležitější by měl být vývoj zásob benzínu v USA na začátku motoristické sezóny) a kurz dolaru, částečně růstová data (USA, EU, Čína) o očekávání ohledně vývoje sazeb Fedu a ECB. Dá se předpokládat, že vzhledem k náladě na trhu bude trvat tendence interpretovat data tak, aby podporovala další růst ceny. Trh bude citlivý zejména na jakékoliv zprávy o výpadech těžby nebo zpracovatelských kapacit (i potenciální), zejména u nafty.
- **Střednědobý výhled (6 měsíců):** Klíčový by měl být především vývoj poptávky, do jaké míry se do ní promítne rychlý růst cen. Květnové zvýšení těžby Saudskou Arábií dává slušné šance na zvýšení těžebních limitů OPEC, ale nedá se čekat růst vyšší než 500000 brl/d, což by patrně na zlom v tržním sentimentu samo o sobě nestačilo. Důležité zůstávají psychologicko-technické úvahy, protože cena ropy pokračuje v silném růstovém trendu, který na sebe má tendenci nabalovat spekulativní pozice. Z fundamentálních faktorů by mohl zlom trendu přivodit snad jen zřetelný pokles poptávky. Ve vyspělých státech se určitá tendence k slabnutí poptávky projevuje, avšak v nejdůležitějších rozvíjejících se ekonomikách jsou ceny pohonných hmot určovány státem a dotovány, což zamezuje přirozenému vyrování nabídky a poptávky prostřednictvím ceny. Obrat v trendu by mohl vyvolat také případný zřetelný růst zásob v OECD. Zlom trendu může být hodně prudký a cena může přestřelit směrem dolů. Náš odhad fundamentálně podložené ceny ropy, vycházející z odhadů aktuálních marginálních nákladů na těžbu, dlouhodobé prémie nad těmito náklady a aktuálního kurzu dolaru, je 95 USD/brl.

22.5.2008	aktuální	1T	1M	6M	1R
ropa brent (USD/brl)	133.5	7%	15%	31%	47%
uralská ropa (USD/brl)	127.5	6%	14%	30%	47%
benzín natural 95 (USD/t)	1124.0	7%	10%	25%	30%
nafta (USD/t)	1318.3	8%	19%	38%	54%
kerosen (USD/t)	1412.3	11%	16%	36%	53%
rafinérská marže - ural/NWE (USD/brl)	0.20	0.08	3.84	3.67	3.67
rafinérská marže - brent/NWE (USD/brl)	-4.10	-2.80	3.52	3.65	2.58

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

- Saudská Arábie po návštěvě prezidenta Bushe zvýšila těžbu ropy o 300000 brl/d. Po zvýšení vláda prohlásila, že těžba je dostatečná na pokrytí globální poptávky. Některé státy OPEC s rozhodnutím Saudské Arábie zvýšit těžbu vyslovily nesouhlas (S. Ghanem za Libyi, G. Nozari za Írán), protože předchozí úroveň těžby považují za dostatečnou a podle jejich názoru vyšší těžba povede pouze k růstu zásob. Naproti tomu Mezinárodní organizace pro energii (IEA) vyzvala ostatní státy OPEC, aby příklad Saudské Arábie následovaly a také zvýšily těžbu (což je ovšem málo pravděpodobné, protože s výjimkou Saudské Arábie jsou rezervní těžební kapacity tak jako tak minimální, samotná Saudská Arábie by měla mít rezervní kapacitu zhruba 2 miliony brl/d). Podle prezidenta OPEC Ch. Helila je zvýšení limitů na zářijovém zasedání možné.
- Podle společnosti PetroLogistics (těžbu odhaduje na základě sledování pohybů ropných tankerů) pravděpodobně tento měsíc vzrostly dodávky ropy ze států OPEC o 700000 brl/d. O růst se měly přičinit Saudská Arábie, Irák a Nigérie. OPEC by tak nyní měl těžit 32,4 mil. brl/d.
- Irák může zvýšit v průběhu června export ze svých severních ložisek přes přístav Ceyhan o 125000 brl/d. Zvýšení exportu umožňuje stávající zásoba 5 milionů barelů ropy, které už jsou v Ceyhanu a plánovaná údržba rafinérie v Baiji. Dalším důležitým faktorem umožňujícím vyšší export ropy je zlepšená bezpečnostní situace na severu Iráku a tedy nižší počet útoků na ropovody. Irák v dubnu celkem těžil 2,37 milionu brl/d.
- Angola předpokládá, že do července udrží stávající objem těžby ve výši 1,922 milionu brl/d. Angola má od OPEC přidělen těžební limit 1,9 mil. brl/d.
- Nigérie by měla v červnu zvýšit svůj export ropy o 12% díky obnově těžby společnostmi Royal Dutch Shell a Exxon Mobil po útocích militantů. Nigérie by tak měla exportovat 1,92 mio. brl/d.
- Kazachstán snížil odhad letošní produkce ropy na 67,6 mil. barelů (1,65 mil. brl/d) z předchozího odhadu 70 mil.

barelů. Důvodem jsou nedostatečné kapacity na údržbu a dopravu.

- Krátkodobou paniku vzbudily spekulace, že se Írán chystá omezit těžbu ropy mezi 400000 až 1000000 brl/d. Spekulace byly založeny na realitě: kvůli nižšímu zájmu o íránskou těžkou a kyselou ropu se totiž v tankerech nahromadilo 20 mil. barelů tohoto typu ropy (podle PetroLogistics Írán používá k těmto účelům 20 tankerů) a Írán proto chtěl dostat tuto nežádoucí zásobu na nižší úroveň. Podle ministra ropného průmyslu Nozariho bylo snížení těžby projednáváno, ale nebylo učiněno žádné rozhodnutí.
- V súdánské těžební oblasti v okolí města Abyei došlo k bojům mezi armádou a povstalci za použití těžkých zbraní. Ropná pole zůstávají pod kontrolou armády.
- Podle šéfa brazilské společnosti Petrobras J. S. Gabrieliho by mohla být zahájena testovací těžba z nového hlubokomořského ložiska Tupi v prvním čtvrtletí příštího roku, tedy podstatně dříve než se čekalo. Podle Gabrieliho je ložisko dostupnější než se čekalo (původní odhady hovořili o hloubce ložiska 10 km, nové o ne více než 7,1 km). Do roku 2017 plánuje utratit na rozvoj tohoto ropného pole Petrobras 30 mld/USD.
- Londýnský denník Times podle agentury Bloomberg citoval íráckého vicepremiéra B. Saleha, podle kterého Írák podstatně zvýšil svoje oficiální rezervy ropy v ložiscích až na 350 miliard barelů. Saleh svoje tvrzení zakládá na výsledcích seismického průzkumu provedeného renomovanými společnostmi. Pokud by se tato informace potvrdila, znamenalo by to, že Írák má největší ropné rezervy na světě (rezervy Saudské Arábie jsou uváděny ve výši 264 miliard barelů). Podle americké IEA má Írák prokázané rezervy ve výši 115 mld barelů, pokud by se tedy informace potvrdila, znamenalo by to podstatný nárůst.
- Podle F. Birola, hlavního ekonoma IEA, zůstane trh s ropou napjatý po několik příštích let. Příčinou je kombinace očekávaného růstu poptávky a zároveň poklesu těžby ve vyčerpávajících se tradičních ložiscích (Severní moře, Mexický záliv).
- Podle společnosti Cambridge Energy Research Associates vzrostly v posledních šesti měsících náklady na konstrukci nových projektů na těžbu ropy a plynu o 6% a od roku 2005 se zdvojnásobily.
- Jedním z důležitých faktorů omezujících vliv vysoké ceny na spotřebu jsou regulované ceny a dotace v řadě asijských států (Čína, Indie, Tchaj-wan, Malajsie, Indonésie a další). Růst ceny ovšem systémy stabilních cen dostává pod silný tlak, protože objemy dotací rostou do neúnosné výše a například systém používaný v Číně demotivuje výrobce, což zhoršuje zásobování. O možném zvýšení cen v blízké budoucnosti se spekuluje v řadě států s regulovanými cenami. Pokud k tomu skutečně dojde, mělo by to zbrzdit růst spotřeby (příklad Japonska ukazuje, že spotřeba v Asii by mohla být na růst ceny dost citlivá). Čerstvé zprávy mluví o zvýšení cen benzínu v Indonésii o 33% a o popření možnosti zvýšení cen čínskou vládou.
- Podle amerického ministerstva energetiky klesne do roku 2022 podíl dovozu ropy z 60% v současnosti na 51%. Krátkodobě by měla dovoz snížit omezená spotřeba kvůli vysokým cenám.
- Prezident Bush podepsal zákon zastavující doplňování strategických ropných rezerv, pokud cena ropy neklesne pod 75 USD/brl. Denní objem doplňování zásob činil 70000 brl.

- Společný podnik čtyř evropských firem Bayernoil Raffinerie GmbH uzavře svou rafinerii v Ingolstadtu kvůli klesající poptávce po benzínu. Zpracovávaný objem ropy klesne o zhruba 210000 brl/d. Zařízení ingolstadtské rafinerie koupila indická společnost Cals Rafineries Ltd., která plánuje rafinerii rozebrat a znovu postavit v indickém městě Haldia.

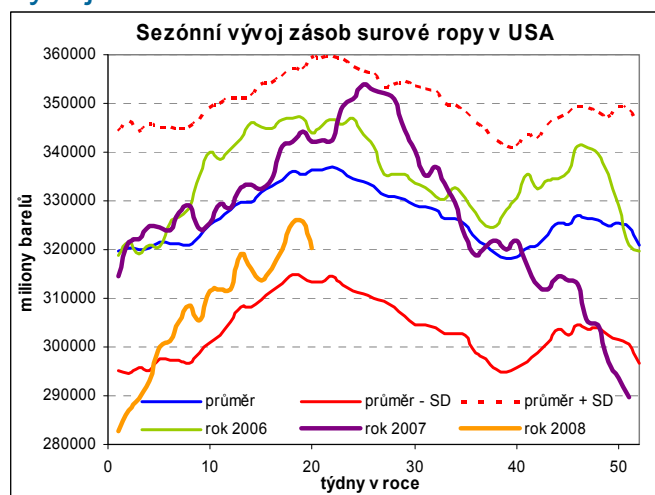
Očekávaný vývoj ceny ropy

Brent USD/brl	2Q/2008	3Q/2008	2008	2009	2010
Anketa (RTRS)					
9.4.2008	99.08	96.85	95.4	90.18	89.43
25.4.2008	92.16	92.88	89.79	84.9	83.75
Futures (Brent)	121.43	121.10	117.90		115.99

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

- Investiční banka Credit Suisse Group SA zvýšila očekávanou cenu ropy (WTI) pro rok 2008 na 120 USD/brl a pro rok 2009 na 110 USD/brl.
- K budoucímu vývoji cen ropy se vyjádřil i bývalý prezident Fedu A. Greenspan. Ceny ropy podle něj budou pokračovat v růstu kvůli podinvestovanosti sektoru (jak těžby tak zpracování), která nepůjde rychle napravit.
- Analytici investiční banky Goldman Sachs zvedly očekávanou cenu ropy pro druhé pololetí tohoto roku na 141 USD/brl. Kromě toho je podle nich pravděpodobné, že se v příštím půl roce až 24 měsících cena dostane do pásma 150-200 USD/brl. Analytici svoje odhady zakládají na očekávaném předstihu růstu poptávky před růstem nabídky.
- Societe Generale zvýšila odhad letošní ceny ropy na 115 USD/brl a pro příští rok na 110 USD.
- ING zvýšila odhad dlouhodobé ceny ropy na 90 USD/brl, pro letošní rok čeká 115 USD/brl a pro příští rok také 115 USD/brl. Podle analytika ING J. Kenneye jsou ceny ropy tvrdošíjně oddělené od fundamentů.

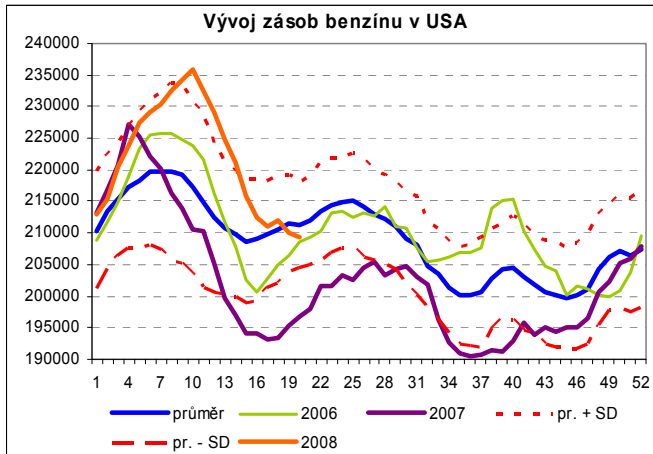
Vývoj zásob v OECD



Zdroj: EIA

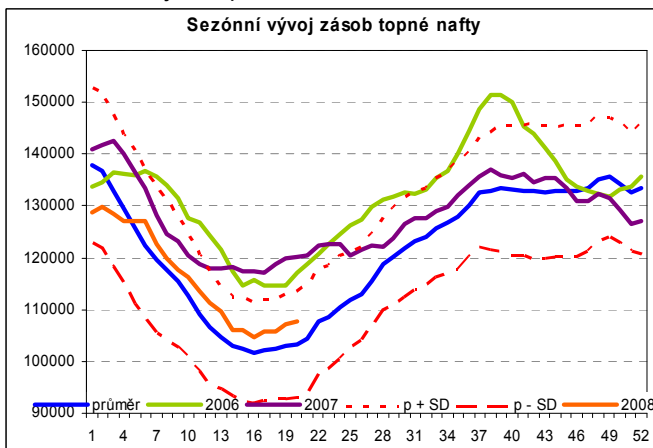
V květnu převládá růstový trend, ale opět docházelo k výkyvům, které ve vypjaté situaci na trhu významně přispívaly k podpoře růstu ceny. Úroveň zásob surové ropy je stále mírně pod dlouhodobým průměrem a poněkud výrazněji pod hodnotou v posledních dvou letech. V průběhu června by měl začít pravidelný sezónní pokles související s vyšší výrobou kvůli motoristické sezóně. V současné situaci tento normální jev bude trh pravděpodobně interpretovat jako další důvod

k tlaku na růst ceny. Na druhou stranu kombinace nižší spotřeby pohonných hmot kvůli jejich vysoké ceně a přechodu forwardové křivky do kontanga by mohly podporovat sezónně neobvyklý vývoj zásob, tedy stagnaci nebo dokonce růst.



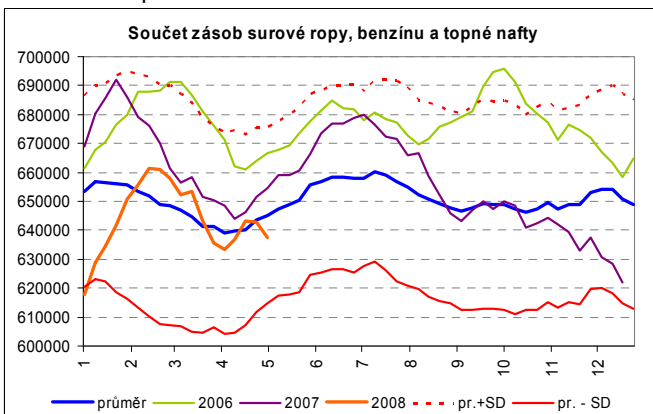
Zdroj: EIA

Zásoby benzínu v květnu mírně klesly. Dostaly se tak lehce pod dlouhodobou průměrnou úroveň a na úroveň roku 2006. Stále jsou ovšem značně nad loňskou úroveň. K poklesu zásob patrně přispěl především vyšší důraz na výrobu nafty kvůli její vyšší atraktivnosti pro výrobce. Další vývoj zásob bude záležet jednak na intenzitě produkce, ale také na tom, jak růst cen benzínu ovlivní jeho spotřebu.



Zdroj: EIA

Vývoj zásob topné nafty zůstává sezónně zcela normální. roveň je lehce nad dlouhodobým průměrem, mírně pod úroveň v dvou posledních letech. Vývoj zásob nafty by mohl být zajímavý ještě před začátkem topné sezóny, protože někteří analytici se domnívají, že poroste její spotřeba na generaci elektrické energie a to především v Asii, Jižní Americe a Jihoafrické republice.



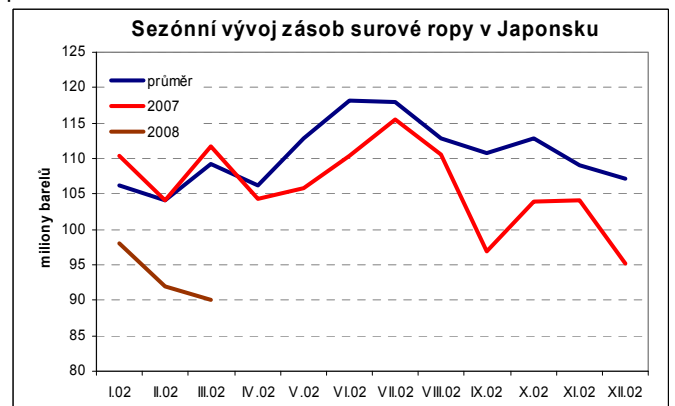
Zdroj: EIA

Celkové zásoby surové ropy se nejprve dostaly mírně nad dlouhodobý průměr, potom se vrátily lehce pod něj. Z hlediska obvyklého sezónního vývoje by měly v dalších dvou měsících růst, jakýkoliv jiný vývoj by podporoval tlak na růst ceny ropy.

	IV.2008	III.2008	III.2007
surová ropa	478.66	3.37%	-2.30%
benzín	126.82	-0.43%	0.70%
nafta	361.28	-5.10%	-7.20%
celkem	1111.4	-1.94%	-2.90%
využití kapacit rafinérií	92.26%	86.93%	88.15%

Zdroj: Reuters

Z dat za duben je zajímavé jednak další snížení zásob nafty, které meziročně klesly o 7,2% a relativně vysoké využití rafinérské kapacity, které může s naftou souviset. Celkové situace zůstává bez dramatických změn. Zásoby jsou obecně mírně nižší, bez známk trvalého trendu k jejich poklesu.



Zdroj: Petroleum Association of Japan

Revize únorových údajů přinesla změnu: japonské zásoby zůstávají zřetelně jak pod dlouhodobou průměrnou úrovní tak pod úrovní minulého roku. U Japonska je rozdíl zdaleka nejvyšší v rámci sledovaných vyspělých států: 17,5%. Při přepočtu na dny spotřeby je situace ovšem poněkud jiná (což znamená pokles spotřeby).

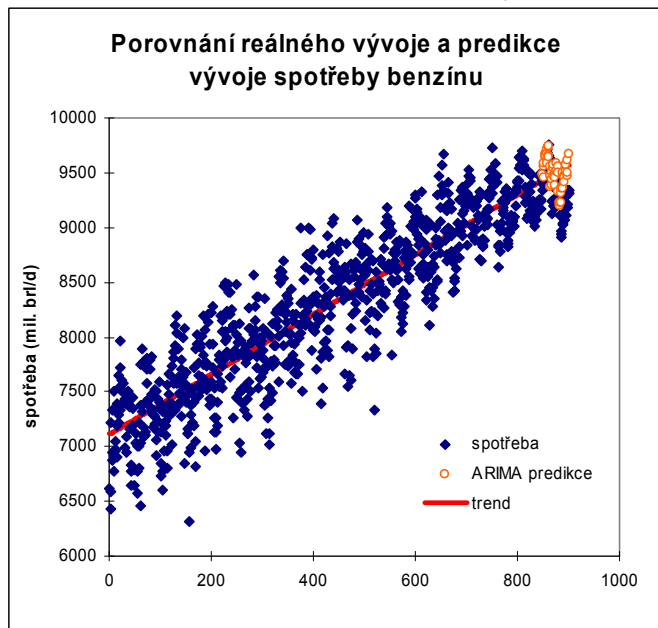


Zdroj: Petroleum Association of Japan

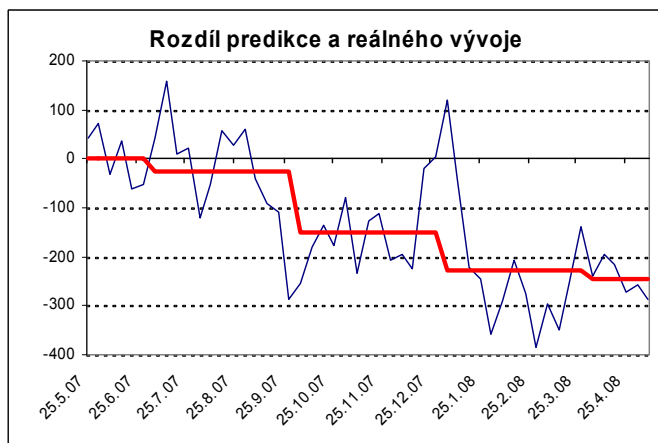
Vývoj spotřeby benzínu v USA

Před rokem jsem v měsíčníku uvedl ARIMA model pro vývoj spotřeby benzínu v USA i s očekávaným dvanáctiměsíčním vývojem. To dává zajímavou možnost podívat se, jak se předpověď kryla s realitou. První graf ukazuje přímé srovnání predikce a reálné spotřeby, druhý rozdíl mezi predikcí a spotřebou. Druhý graf je doplněn o čtvrtletní průměry, které

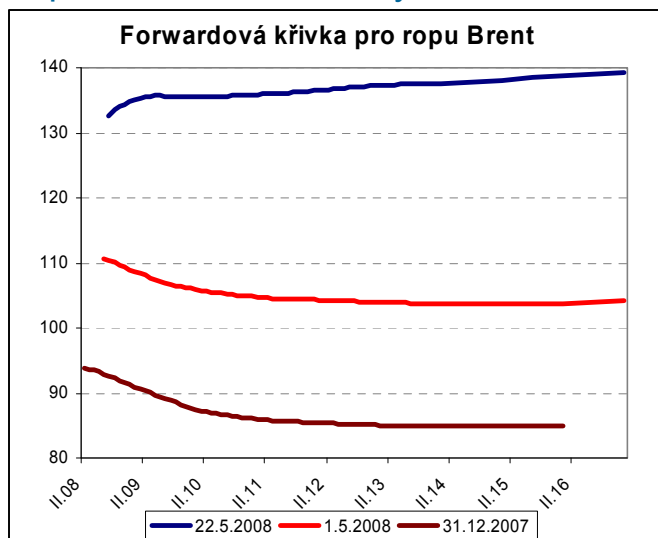
poměrně zřetelně ukazují zvětšující se odchylku mezi předpovědí a skutečností. Což se dá interpretovat tak, že vysoká cena ropy má dopad na vývoj spotřeby. Uvidíme, jak se bude situace vyvíjet po nejnovějším skoku v cenách ropy a především v průběhu hlavní motoristické sezóny.



Zdroj: EIA, vlastní výpočty



Ropné forwardové křivky



Zdroj: Bloomberg

Forwardová křivka pro ropu Brent i WTI zaznamenala v květnu zajímavý vývoj. Až do tohoto měsíce se křivka posunovala směrem nahoru víceméně paralelně a zůstávala v backwardations. V květnu se však velmi rychle překlápěla do kontanga. To znamená, že její dlouhý konec roste ještě rychleji než krátký. Teoreticky je kontango méně výhodné z hlediska spekulantů nebo investorů rolujících pozice ve futures. Navíc vyšší cena v budoucnu než v současnosti obvykle stimuluje růst fyzických zásob.

Ľuboř Mokráš
analytik
224 995 456
lmokras@csas.cz