

## Shrnutí a základní data

- **Aktuální situace:** cena ropy vzrostla prudce až přes 110 USD/brl. Prudký růst dolarové ceny ropy částečně souvisel s rychlým oslabováním dolaru a částečně s odlivem investic do „bezpečí“ komodit. Momentálně proti sobě působí vliv turbulencí na finančním trhu, které mají přes dolar a investice do komodit tendenci tlačit cenu nahoru a vliv očekávaného a už probíhajícího zpomalení v USA a ve světě, které by mělo snížit poptávku po ropě a tedy tlačit cenu dolů.
- **Krátkodobý výhled (1 měsíc):** V měsíčním horizontu je pravděpodobné pokračování silných výkyvů kvůli důvodům uvedeným v předchozím odstavci. Postupně by na váze měly získávat obavy z nižší poptávky a váha důsledků turbulencí na finančních trzích by měla klesat. Není však zdaleka jisté, že v měsíčním horizontu bude vývoj jednoznačný, tedy pokles ceny. Pravděpodobnější je, že ještě bude docházet k prudkým výkyvům. Z dalších faktorů by na váze mělo s končící zimou ztrácet počasí, pozornost se naopak bude přesunovat k zásobám benzínu v USA před začátkem motoristické sezóny. Ty jsou zatím velmi vysoce nadprůměrné. To umocňuje vliv možného poklesu spotřebitelské poptávky. OPEC bude mít další zasedání až v září, výroky jeho představitelů však budou pozorně sledovány a mohou mít významný vliv na vývoj ceny.
- **Střednědobý výhled (6 měsíců):** Střednědobě budou rozhodující dva faktory: míra zpomalení světové ekonomiky a politika OPEC. Přes občas propukající záchvaty deprese mezi investory zatím data nenasvědčují tomu, že by svět měla postihnout globální recese. Recese v USA, které jsou stále zdaleka největším spotřebitelem ropy, je ovšem prakticky jistá, otázkou pouze je, jak bude hluboká a dlouhá. Výrazný pokles aktivity a spotřebitelské poptávky by sice vytvořil prostor pro pokles ceny ropy, ovšem ve hře bude stále druhý rozhodující faktor a tím bude politika OPEC. Rétorika představitelů OPEC nasvědčuje tomu, že se jeho představitelům bez ohledu na dlouhodobé důsledky zalíbila vysoká cena ropy, a že jsou ji připraveni bránit snižováním těžebních limitů. Protože je prostor pro zvyšování těžby mimo OPEC omezený, měla by tato strategie úspěch. Proto je v půlročním horizontu rozumné počítat s udržení relativně vysoké ceny ropy, pravděpodobně nad 80 USD/brl. Vliv dolaru a finančních turbulencí by měl teoreticky ztrácet váhu, ale trvání podobných situací (kdy nepřilíš racionální důvody, jako například očekávání dalšího růstu jen kvůli růstovému trendu nebo pochybná „bezpečnost“ nějakého aktiva, ženou cenu aktiva nahoru) se odhaduje velmi těžko.

20.3.08	aktuální	1T	1M	6M	1R
ropa brent (USD/brl)	100.7	-2%	6%	24%	37%
uralská ropa (USD/brl)	95.3	-5%	4%	23%	37%
benzin natural 95 (USD/t)	886.5	4%	5%	17%	29%
nafta (USD/t)	958.3	-1%	11%	27%	44%
kerosen (USD/t)	1026.3	-3%	11%	28%	41%
rafinérská marže - ural/NWE (USD/brl)	7.68	3.13	4.59	3.31	0.54
rafinérská marže - brent/NWE (USD/brl)	4.21	2.84	2.77	1.77	-1.14

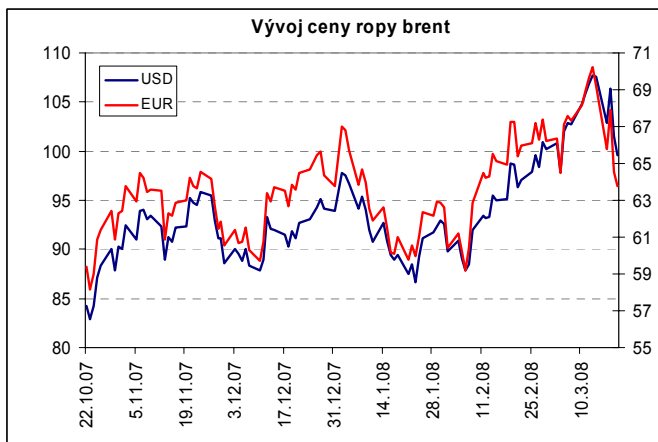
Pozn. pravá část tabulky ukazuje změny v procentech kromě rafinérských marží, kde jde o absolutní hodnoty. Zdroj Bloomberg

## Aktuální zprávy a faktory ovlivňující vývoj ceny

- OPEC na svém zasedání 5. března rozhodl o ponechání sazeb beze změny. Rozhodnutí zdůvodnil dostatečným zásobováním trhu a obavou z nižší poptávky po ropě kvůli zpomalení světové ekonomiky. V poslední době se od představitelů OPEC ozývaly spíše úvahy o snížení než zvýšení těžebních limitů (což čas od času působilo jako impuls pro růst cen). Další pravidelné zasedání OPEC se koná až v září. V případě potřeby však může být svoláno mimořádné zasedání.
- Společnost Wood Mackenzie Consultants očekává, že státy kartelu OPEC bude v roce 2012 pokrývat méně než polovinu přírůstků spotřeby ropy. OPEC by měl zvýšit produkci zhruba o 2-3 miliony brl/d. Poptávka by však měla vzrůst až o 10 milionů brl/d. Většinu tohoto přírůstků by však podle firmy měly pokrýt producenti mimo OPEC. Saudská Arábie, největší producent v rámci OPEC i světa, však očekává, že přírůstek produkce ropy bude vyšší než 2-3 miliony brl/d.
- Rusko (druhý největší světový exportér ropy) očekává v březnu růst vývozu ropy o zhruba 5%. Růst cen ropy a silný vývoz motivovalo zvýšení vývozní daně na ropu o 1,7% od dubna. Rusko upravuje vývozní daň každé dva měsíce v závislosti na průměrné ceně uralské ropy.
- Podle investiční banky JPMorgan přitahují komodity mimořádnou pozornost investorů. Příčinou jsou obavy ze slabé výkonnosti akcií a nejistota kolem vyhlídek dluhopisů. Na konci roku 2007 existovalo 345 komoditních fondů s majetkem 80 mld USD, 28. února 2008 jich bylo 361 s majetkem 98 mld USD (růst o 4,64% u počtu fondů a 22,5% u majetku – za dva měsíce!). Objem prostředků investovaných v komoditních fondech je však i přesto směšný ve srovnání s ostatními třídami aktiv: v akciích je podle JPMorgan 45 bilionů dolarů a v dluhopisech 20 bilionů dolarů. Z toho plynou dva závěry: růst cen komodit částečně souvisí s jejich rostoucí popularitou jako formy investice a pokud se do komodit přesune i pouze malá část majetku z dalších tříd aktiv, porostou jejich ceny nehledě na vývoj ekonomik. Otázkou je, zda je scénář dalšího odlivu prostředků do komodit reálný. Ceny

komodit v konečném důsledku vždy určí reálná poptávka a nabídka a investoři by mohli začít být vůči komoditám skeptičtí, pokud by v důsledku zpomalení světové ekonomiky a následné nižší spotřeby klesly jejich ceny.

- Trh měl v průběhu února i března tendenci prudce reagovat na drobné výpadky (Ekvádor, Nigérie) a stále je pod tlakem napětí v některých citlivých oblastech (momentálně především Venezuela a Írán). Stále hrozí riziko vypuknutí významnější krize a následného významnějšího narušení dodávek, což by velmi pravděpodobně vedlo k prudkému růstu cen ropy a to i v případě zpomalení růstu poptávky ve světě.
- Růst dolarové ceny ropy je hodně spojován s oslabováním dolaru. Částečně tento mechanismus skutečně působí, není však rozhodující. Ilustruje to následující graf porovnávající vývoj ceny ropy brent v dolarech a eurech.



Z grafu je zřetelně vidět, že výkyvy ceny jsou prakticky totožné jak v dolarech tak v eurech. Tempo dlouhodobého růstového trendu je však v eurech znatelně menší, což s vývojem kurzu souvisí.

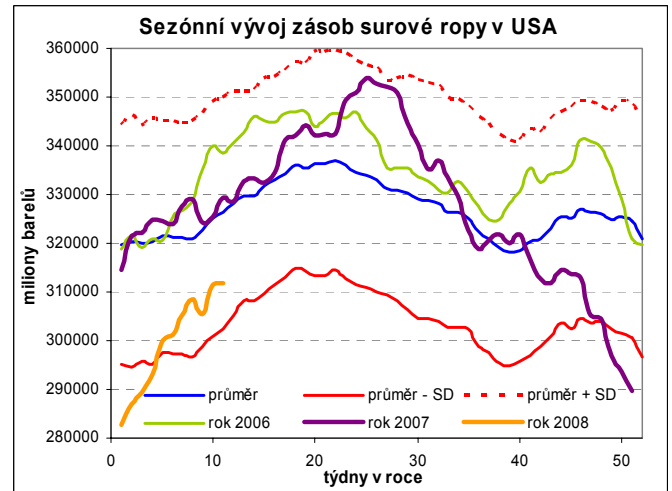
## Očekávaný vývoj ceny ropy

Brent USD/brl	1Q/2008	2Q/2008	2008	2009	2010
<b>Anketa (RTRS)</b>					
25.1.2008	84.4	79.73	79.8	74.66	74.27
28.2.2008	84.4	79.73	79.8	74.66	74.27
<b>Futures (Brent)</b>	101.58	100.35	98.05		96.75

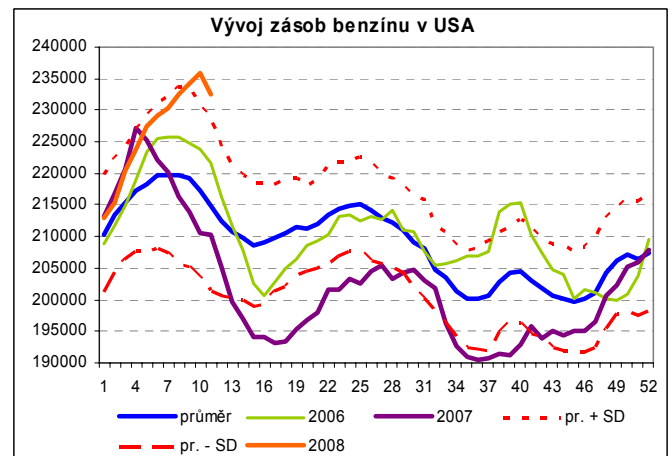
Zdroj: Reuters (37 analytiků), Bloomberg. Futures i anketa udávají průměrnou cenu za období.

- Investiční banka Goldman Sachs (GS) čeká pokles cen ropy k 90 USD/brl v průběhu jara kvůli zpomalení růstu v USA, které by mělo přimět obchodní k zavírání pozic v komoditách. Podle GS projdou komodity obdobím „cyklické slabosti“ se dnem v dubnu. Ve druhém pololetí čeká GS návrat ropy k růstu a cenu na 105 USD/brl. V jedné z dřívějších analýz GS očekává „explozivní růst“ v příštích letech vyvolané politickými rozhodnutími týkajícími se peněžních toků, pracovních sil a technologií, která podstatně omezí růst nabídky. Ropa by kvůli těmto faktorům měla růst až na 175 USD/brl.

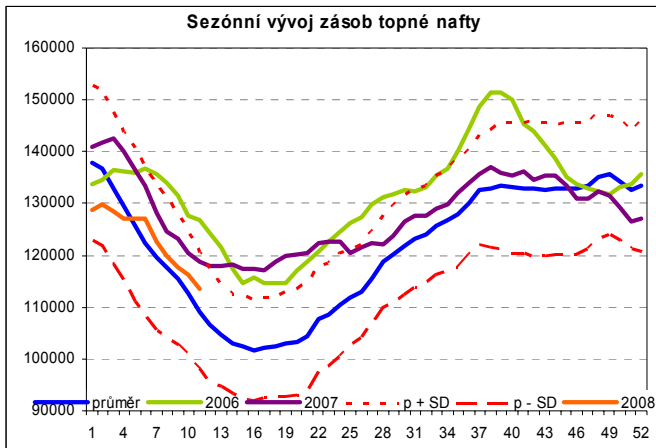
## Vývoj zásob v OECD



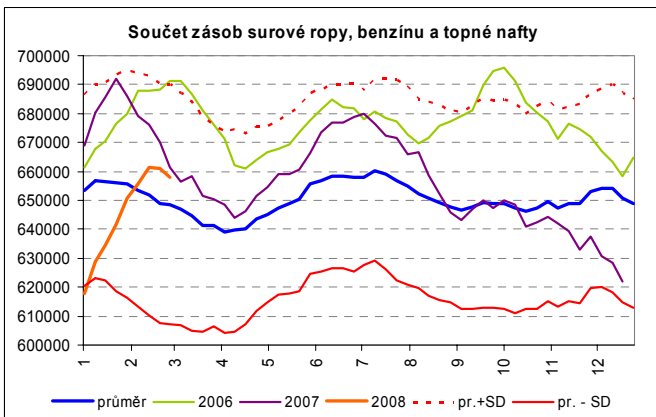
Zásoby surové ropy pokračovaly v únoru v růstu v souladu s obvyklým sezónním vývojem. Neobvyklé však bylo tempo růstu, díky kterému se zásoby rychle přibližovaly k průměrné úrovni. V březnu růst zpomalil. Zásoby jsou i nadále pod obvyklou úrovní, což částečně zmírňuje riziko prudkého propadu ceny ropy v případě slabší poptávky. Pokud by se zásoby v průběhu jara nebo léta začaly dostávat vysoko nad obvyklou úroveň, signalizovalo by to riziko snížení těžebních limitů OPEC.



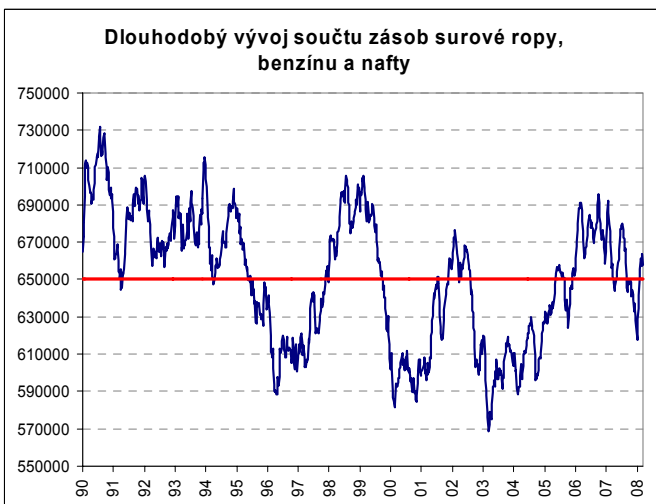
Zásoby benzínu rostly v uplynulých dvou měsících velmi rychlým tempem a dostaly se na úroveň zřetelně nad normálem. Poslední vývoj naznačuje sezónně obvyklý obrát trendu k poklesu zásob. Pokud by však poklesla spotřeba benzínu, znamenalo by to udržení mimořádně vysoké úrovně zásob po dlouhou dobu a tedy nižší potřebu výroby benzínu v rafineriích a tedy nižší spotřebu surové ropy. U zásob této komodity je tedy poměrně vysoké riziko negativního vlivu na cenu ropy v případě nižší než očekávané spotřeby.



Zásoby topné nafty se vyvíjejí v souladu se sezónním normálem, tedy klesají. Úroveň je velmi mírně nad normálem (průměrem pro dané období od roku 1982). Vliv úrovně zásob topné nafty bude v následující měsících malý, váha tohoto faktoru se začne zvyšovat opět od zří.



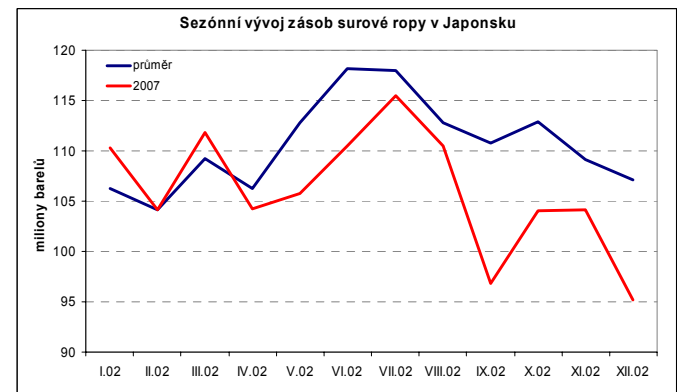
Po obvyklé sadě grafů ukazujících vývoj zásob novinka: součet tří předchozích úrovní zásob. Proti předchozím třem grafům má tento výhodu v tom, že ukazuje situaci komplexně a je méně citlivý na krátkodobé výkyvy jednotlivých složek. Po propadu ve druhém pololetí loňského roku se celková úroveň zásob vrátila mírně nad sezónně obvyklou úroveň a v podstatě na stejnou úroveň na které byla na konci minulého roku. Z tohoto pohledu byla a je situace podstatně méně vážná než by se mohlo zdát při pohledu pouze na úroveň zásob surové ropy. Zřetelněji se zde také rýsuje možné riziko v případě nižší poptávky po ropných produktech.



Pro zajímavost ještě graf ukazující dlouhodobý vývoj „sumárních“ zásob. Je vidět. Že jsme na „normále“ a že kolem přelomu tisíciletí byly zásoby významně nižší než aktuálně a také podstatně nižší než v nedávném období poklesu zásob surové ropy. Komerční zásoby v USA a jejich vývoj tedy rozhodně dobré důvody na panikaření nedávaly a nedávají.

	II.2008	I.2008	II.2007
surová ropa	471.22	-2.10%	-3.30%
benzín	128.61	0.60%	-7.70%
nafta	486.69	-0.52%	-6.01%
celkem	1115.56	-1.10%	-4.90%
využití kapacit rafinérií	90.66%	92.50%	91.08%

Zásoby ropy v EMU jsou meziročně nižší, avšak zásoby produktů zůstávají nižší poměrně výrazně. Nadále zde tedy je opačná situace než v USA. Relativně nízká úroveň zásob v EMU vytváří „nárazník“ v případě poklesu spotřeby (ke kterému by v EMU měla být menší tendence, protože ekonomika se zatím drží celkem obstojně). Evropa by tedy neměla výrazněji podporovat pokles cen ropy a rozhodně by neměla podpořit snížení těžebních limitů OPEC.



Zásoby surové ropy v Japonsku pokračují v poklesu, který začal v polovině minulého roku. Na rozdíl od USA zatím není vidět obrát k růstu zásob (data jsou k dispozici do ledna). Také při srovnání sezónního vývoje je vidět, že jsou zásoby zřetelně nižší než obvykle a že normální sezónní pokles byl tentokrát výraznější.



Zřetelný pokles je vidět i u zásob přepočtených na dny spotřeby, celková úroveň takto vyjádřených zásob je však přesto stále velmi vysoká. Vzhledem k tomu, že Japonsko vykazuje zřetelné známky zpomalování růstu ekonomiky a podle některých pozorovatelů zde hrozí recese, může dojít k snížení optávky. Celkově by tedy měla být úroveň zásob zcela dostatečná a měla by spíše podporovat tendence k poklesu ceny ropy.

## Plánované částečné a plné výpadky evropských rafinerií pro březen/duben

Rafinerie	Stát	Výpadek	kapacita (brl/d)
statoil Kalundborg	Dánsko	1.Q 08	72000
TotalFina Grandpuits	Francie	1.3.08-14.4.08	93000
Neste Porvoo	Finsko	1.3.08-2Q08	197000
Total Fina Lindsey	Velká Británie	1.3.08-15.3.08	221000
TotalFina Elf Donges	Francie	8.3.08-8.4.08	230000
Shell Stanlow	Velká Británie	28.2.08-14.3.08	233000
Petroplus Cressier	Švýcarsko	1Q08	68000
Repsol Tarragona	Španělsko	1Q08	160000
Repsol Cartagena	Španělsko	1.1.08-31.12.08	100000
Hellenic Petroleum	Řecko	8.1.08-30.6.08	72000
Lukoil Odessa	Ukrajina	1Q08	76000
Koch Rotterdam	Holandsko	1.1.08-30.6.08	80000
Agip Petro Tarano	Itálie	1.1.08 - ?	90000
Agip Petroli Gela	Itálie	1.1.08 - ?	100000
Agip Petroli Milazzo	Itálie	1.1.08 - ?	16000

**Luboš Mokráš**

analytik

224 995 456

[lmokras@csas.cz](mailto:lmokras@csas.cz)