

Havi kitekintő – Július**Szabó Gábor: Öböl-szindróma**

A világ egyik legdrágább költségtakarékossági kísérlete- valószínűleg így lehetne jellemezni az április 20-án bekövetkezett fúrótorony-balesetet, amely Kárpát-medence méretű olajfoltot hagyott a Mexikói-öbölben. A szennyezés jelenlegi mértéke sokszorosán felülmúlja az Exxon Valdez tanker két évtizeddel ezelőtti balesetét, amely során közel negyedmillió hordó nyersolaj ömlött a kaliforniai partok közelében az óceánba. Fontos különbség ugyanakkor, hogy míg a tankerbalesetknél a hajó kapacitása egy természetes felső korlátként szolgál, addig a mélytengeri kutaknál az okozott szennyezés mértéke közel korlátlan mértéket ölthet.

A jelenleg ismert adatok alapján egyelőre csak találgatni lehet, hogy a túlbiztosítások ellenére pontosan milyen mulasztások és konstrukciós hibák vezethettek az áprilisi balesethez, amely következtében a megrongálódott kútfejből a nyersolaj azóta is ömlik a Mexikói-öbölbe. Iparági vélekedések szerint a túlzott mértékű költségtakarékosság része lehetett az aránytalanná váló kockázatvállalásnak, elképzelhető ugyanakkor, hogy a későbbiekben csak részben igazolódik be ez a gyanú és a hanyagság legalább ennyire hozzájárulhatott az eseményekhez. A BP mindenesetre nem áll jól, mivel előkerült a társaság egyik mérnökének levele, amelyben az elegánsnak aligha mondható 'jó lesz ez így is' tartalmú jóváhagyást adta a szokásosnál kevésbé alapos kútlezárási munkálatokra.

A floridai partokon nagymennyiségben felbukkanó nyersolaj az egyik legbiztosabb jele annak, hogy ezúttal többről van szó, mint a kitermelő cég imázsvesztése. Az egyre fokozódó politikai nyomás hatására a BP egy gigantikus méretű, 20 milliárd dolláros alapot állított fel, amelyből a kártérítéseket finanszírozza a következő évek során, jó eséllyel viszont ennél is többet kell fizetnie. A piac mindenképpen ezzel számol, az áprilisi baleset óta a BP piaci kapitalizációjából mintegy 100 milliárd dollár semmisült meg. További 100 milliárd dollárral értékelődött le a Macondo mélytengeri projektben érintett további két tulajdonos, illetve az OIH (Oil Service Holders) ETF-be tartozó vállalatok együttes piaci értéke. Az összességében megsemmisült 200 milliárd dolláros piaci kapitalizációban a kártérítések összege és az alacsonyabb olajár bőségesen megjelent, azaz a bizonytalanságot nehezen toleráló tőkepiac ezúttal is túlságos mértékben megbüntette az érintett szereplőket.

A Macondo mélytengeri projekt három tulajdonosa (BP: 65%, Anadarko Petroleum: 25%, illetve a japán Mitsui: 10%) mellett felmerülhet a kútcementezést végző Halliburton, a fúrótoronyot birtokló Transocean, illetve a biztonsági szelepet gyártó Cameron felelőssége is. Ami teljesen biztos, hogy a gigantikus kártérítési tételek elhúzódó, különösen bonyolult jogi eljárásokkal párosulnak. A változatos (angol, amerikai, svájci, japán) székhellyel bejegyzett szereplők minden valószínűség szerint körbepereleik egymást, az eljárások pedig jó eséllyel eltartanak évekig. A Macondo név ezzel a média után egyszerre kerülhet be a Greenpeace kiadványok mellett jogi esettanulmányok, illetve pénzügytankönyvek névjegyzékébe. Elképzelhetőnek tartunk ugyanakkor egy olyan forgatókönyvet, amely szerint ennél mélyrehatóbb változásokra is sor kerülhet, még hozzá az olajiparban, ami a nyersolajár változásán keresztül idővel eljut minden fogyasztóhoz.

A Mexikói-öbölben történt baleset az iparági kockázatok új dimenzióját nyitotta meg: az olajiparban eddig szinte elképzelhetetlen eseménynek számított, hogy egyetlen baleset akár

40-50 milliárd dolláros kártérítést vonhat maga után – ilyen nagyságrendű összegek felvásárlások és fúziók során is csak elvétve fordulnak elő. Ha nem a világ második legnagyobb olajtársasága lett volna a jelenleg is kontrollálhatatlan mélytengeri kút operátora, akkor a gigantikus mértékű kártérítések miatt szinte teljes biztonsággal kijelenthető lenne, hogy a cég nem éli túl a katasztrófát. Olyannyira igaz ez, hogy még az iparági óriásnak számító BP kötvényeiben árazott csődkockázat is drasztikus mértékben megugrott az elmúlt hetekben. A kártérítések hatására a BP jelentős mértékű hitelfelvételre, illetve eszközértékesítésre kényszerül, ezen felül az osztalékfizetés elhagyására, valamint a beruházási program visszavágására is szüksége van az életben maradáshoz.

A baleset következtében az amerikai hatóságok hat hónapra felfüggesztették a mélytengeri fúrásokat a Mexikói-öbölben. A végleges politikai állásfoglalás körül egyelőre még nagy a bizonytalanság, a véleményünk szerint azonban sokkal nagyobb az esélye annak, hogy a mélytengeri kitermelés adminisztratív tiltására nem kerül végül sor –egészen egyszerűen azért, mert az Egyesült Államoknak szüksége van a Mexikói-öbölből kitermelt napi másfél millió hordó olajra. A szabályozási környezet ugyanakkor jelentős mértékben szigorodhat. Mindehhez hozzávéve, hogy a szigorítások jellemzően túllövésekkel járnak, valós forgatókönyvként tekinthető, hogy középtávon érezhető -akár kétszámjegyű ütemet elérő-mértékben drágulnak a mélytengeri projektköltségek. Fontos lehet kiemelni, hogy a drágulás a kínálati görbe olyan szakaszán történik, amely az olajárra is közvetlen hatással lehet.

Az olajpiac szerkezetét és költségstruktúráját tekintve kettősséggel rendelkezik: a kitermelt nyersolaj mintegy fele a domináns pozícióval rendelkező szereplők alacsony költségű mezőiből származik (ideértve elsősorban a közel-keleti és FÁK lelőhelyeket). Ebben a költségtartományban nézve hiába is jelentkezne a kitermelést drágító külső esemény, az olajárat érdemben nem befolyásolná, legfeljebb az alacsony költségű szerkezetű szereplők költségelőnye csökkenne.

A magasabb költségű mezőket magában foglaló szegmens -az ún. 'kompetitív szegély'- sokkal inkább egy tényleges versenypiac, ahol jóval alacsonyabb megtérülés érhető el. A mélytengeri fúrásokkal kinyerhető olaj hagyományosan magas költségűnek számít, iparági költségmodellek alapján a mélység és a mezők geológiájának függvényében a hordónkénti 60-80 dolláros tartományban szóródnak a teljes beruházási ciklushoz kötődő költségek. Mindez azt jelenti, hogy egyes mélytengeri projektek a jelenlegi olajárak mellett még éppen hogy jelképes mértékű nyereséggel működtethetőek, azaz gyakorlatilag ebből a körből kerül ki az ármeghatározó szereppel rendelkező marginális kitermelő – és ezzel együtt az utolsó, legdrágábban kitermelt hordó olaj, amit még megéri a piacra vinni az aktuális olajár mellett. Az ármeghatározó jelenlegi marginális kitermelők (részben olajpala, illetve egyes mélytengeri projektek) költségszintjében bekövetkező növekedés emiatt középtávon közvetlenül is magasabb olajárat tesz indokolttá.

A várhatóan szigorodó szabályozások költségnövelő hatása mellett azt is érdemes lehet figyelembe venni, hogy a céges beruházási döntések egy hosszú távú olajár-pálya feltételezése, illetve a projekttől elvárt hozam figyelembevételével születnek meg. A mélytengeri projektektől elvárt hozam szükségszerűen megugrik az elmúlt hetek eseményeit követően, ami a kevésbé attraktív beruházások visszamondásához, illetve elhalasztásához

vezethet. Amíg az elmaradt beruházási programok a 2008-09-es időszakban jellemzően az alacsony olajár következményeként jelentkeztek, addig ezúttal a fél éves moratórium, a változatlan olajár-pálya mellett romló megtérülések, illetve a megváltozó gazdálkodási környezet is késlekedést okozhatnak egyes mélytengeri projektekben.

A potenciálisan magas kártérítési kockázatok miatt a kisebb méretű cégek esetében a finanszírozási kockázatok eshetnek más megítélés alá, ami a kisebb cégek fokozatos kiszorulásához vezethet a mélytengeri projektekből, a sokkal jobban tervezhető mezők irányába. A mélytengeri projektek –bármilyen alacsony is az egyedi katasztrófák bekövetkezésének valószínűsége- a magas káresemény miatt hosszabb távon egyre inkább a nagy szereplők egyedüli specialitásává válhatnak, akár a fúrótorony működtetéséről, akár az elvégzett szolgáltatásokról van szó.

Mindezek hatására azt gondoljuk, hogy a Mexikói-öbölben történt baleset -több éves időhorizonton nézve – a közvetlen és közvetett költséghatásaival, illetve a magasabb elvárt hozamokból adódó járulékos szelekciós és késletetési hatások miatt az olajárat támogató tényezőket hozott a piacra.

A rövid távú hatás ugyanakkor egyelőre nem számottevő: a nyersolaj piacán az idei évre változatlanul 65-85 dollár közötti ingadozásra számítunk. Megítélésünk szerint az állami gazdaságélénkítési programok kifutása és a megszorító intézkedések együttes hatásaként megnőhet a bizonytalanság, akár a kilábalás globális belassulására is sor kerülhet az év második felében, ami a nyersanyagok drágulását aligha segíti. A kínálati görbe költségszerkezetéből adódóan a 65 dollár körüli szinteken ugyanakkor erős fundamentális támaszok láthatóak a nyersolaj árában. A range alja -ha ennek érintésére sor kerül- vételi lehetőséget teremthet annak tükrében, hogy az elmaradt beruházások és a kínálati szűkössegek várakozásaink szerint idővel megjelennek az olaj árában, ami miatt három éves időtávon erőteljesebb gazdasági fellendülés nélkül is elérhetővé válik megítélésünk szerint a 100 dolláros olajár. A Mexikói-öbölben történt események a kínálati oldal további szűkülésével ezt a középtávú olajár-pályát lényegében megerősíthették.

Készítette az AEGON Global Asset Management / AAM CEE

Szabó Gábor – Részvény-portfolió manager

Felügyeleti szerv: Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete

Az oldalon megjelenő valamennyi információ kizárólag tájékoztatásul szolgál. A múltbéli hozamok nem jelentenek garanciát a jövőbeni hozamokra nézve. Az AEGON Global Asset Management / AAM CEE nem vállal felelősséget a jelen kiadvány alapján hozott befektetési döntésért és annak következményeiért, illetve a dokumentumban található adatok esetleges hiányosságaiért vagy pontatlanságaiért.