

Havi elemzés – Február

Szabó Gábor

100 dollár felett ritkul a levegő

Két és fél év után ismét a lélektani 100 dolláros érték felett tartózkodik a Brent nyersolajár jegyzése. A 100 dolláros szint elérése egyfelől egybecseng a mexikói-öbölben történt katasztrófa után született középtávú elemzéseinkkel, lényeges különbség ugyanakkor, hogy jóval gyorsabban bekövetkezett az általunk vártnál, a mezők hozamcsökkenése emiatt kevésbé támogatta azt, sokkal inkább az inflációs és politikai félelmek. A jelenlegi drágulást kiváltó események között több olyan tényező is visszaköszön, mint ami a 2008 nyarán bekövetkező, 147 dollárig tartó száguldáshoz vezetett. Az áremelkedés dinamikáját látva a gazdasági szereplők egy része attól tart, hogy a 2008-ashoz hasonló forró nyár köszönt be az olajpiacon, a 2008-as és a jelen helyzet között ugyanakkor megítélésünk szerint jelentős különbségek láthatóak.

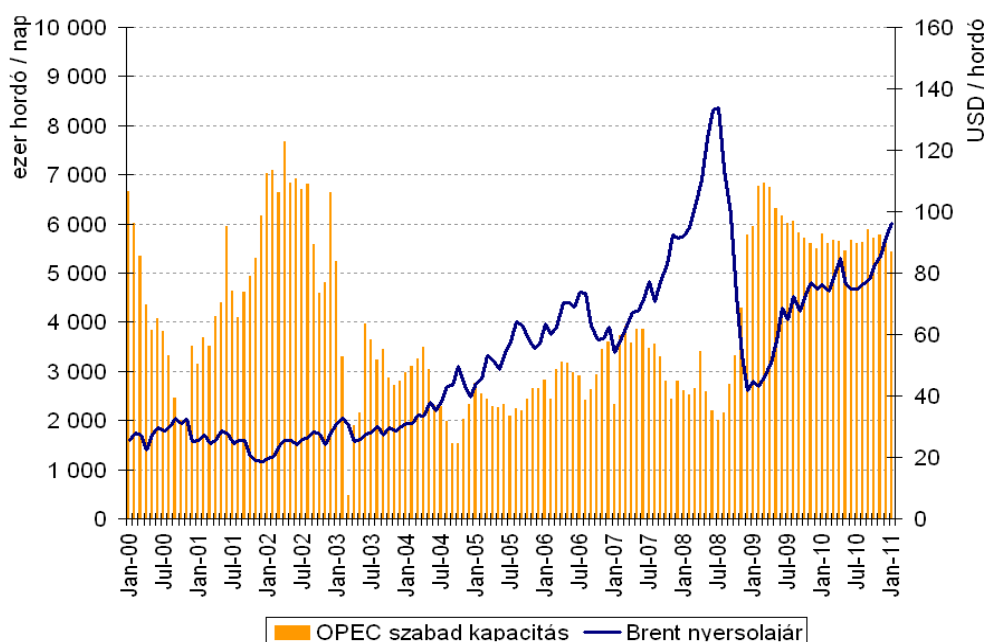
Kizárólag költségmodellek alapján nézve már a 100 dollár feletti olajárak is indokolatlanul magasnak tűnhettek két és fél éve, mégis azt kell mondani, hogy 2008 nyarán a jelenleginél több –rövid távú- feltétel adott volt a 100 dolláros ár elérése után a további átmeneti áremelkedéshez. A költségmodelleket felülírta, hogy a szabad kapacitások alacsony szinten álltak, a kínai olajkeresletet ugyanakkor az államilag szabályozott alacsony üzemanyagárak és a kormányzati anticiklikus növekedési programok növelték. Mindezt fokozandó az USA példátlan mennyiségű likviditást kezdett el pumpálni a lefagyott pénzügyi rendszerbe, a Közel-Keleten pedig egy Irán és Izrael közötti fegyveres konfliktus rémképe sejlett fel, együttesen történelmi csúcsokra lendítve a nyersolaj árát.

A jelenlegi olajár-felfutás kiinduló paraméterei között találunk a két és fél évvel ezelőttihez hasonlóakat: nyersanyagpiaci hatását tekintve szinte változatlan formában köszön vissza az Egyesült Államokban tavaly ősszel újraindított pénznyomtatás. Hasonlóképpen jelenleg is egy közel-keleti konfliktushelyzettel szembesül a világ, amely olajpiaci következményeit tekintve ugyan jóval enyhébb kimenetelű lehet egy potenciális iráni-izraeli háború hatásainál, ahol az Perzsa-Öböl szűk keresztmetszetét jelentő, napi 18 millió hordós forgalmat bonyolító hormuzi tengersizoros lezárása is realitás lehetett volna. Az elmúlt hetekben a médiában kiemelt helyen tárgyalt Egyiptom a napi 600 ezer hordós olajkitermelésével a globális olajtermelés mindössze 0,7%-át adja, a belső fogyasztás miatt az export mértéke ráadásul elenyésző. A válság potenciális eszkalálódását, illetve a szállítási útvonalak esetleges kiesését ugyanakkor idegesen mérlegeli a piac. A Szuezi csatorna és a kiegészítő SuMed vezetékhálózat lezárása kétségtelenül fokozná az ellátási problémák miatti félelmeket, a szállítási útvonal tartós kiesésében ugyanakkor minden szereplő ellenérdekelt, ezért a jelenlegi események tükrében ennek nem érdemes nagy valószínűséget adnunk, a piac inkább túlreagálhatta az ellátási kockázatokat.

A kereslet-kínálati viszonyokat vizsgálva a 2008-as helyzettel szemben fontos különbség, hogy jelenleg számottevő (járulékos beruházások nélkül egy hónapon belül termelésbe

állítható) szabad kapacitások vannak az OPEC-en belül. Az OPEC tagállamok nagyszabású kvótacsökkentését követően a szabad kapacitások értéke a 2008-as minimumot jelentő napi 2 millió hordóról közel 7 millió hordóra szaladt fel 2009-re, ami kulcsfontosságú eszköznek bizonyult az olajár támogatásában. Az OPEC szabad kapacitása jelenleg is napi 5 millió hordó körüli, ami historikusan még mindig magas értéknek számít. Az OPEC kitermelése másfelől abból a szempontból is lemaradónak számít, hogy a jelenleg működő fúrótornyok száma a Baker Hughes statisztikái szerint immár alig marad el a válság előtti értékektől.

Brent nyersolajár és OPEC szabad kapacitás



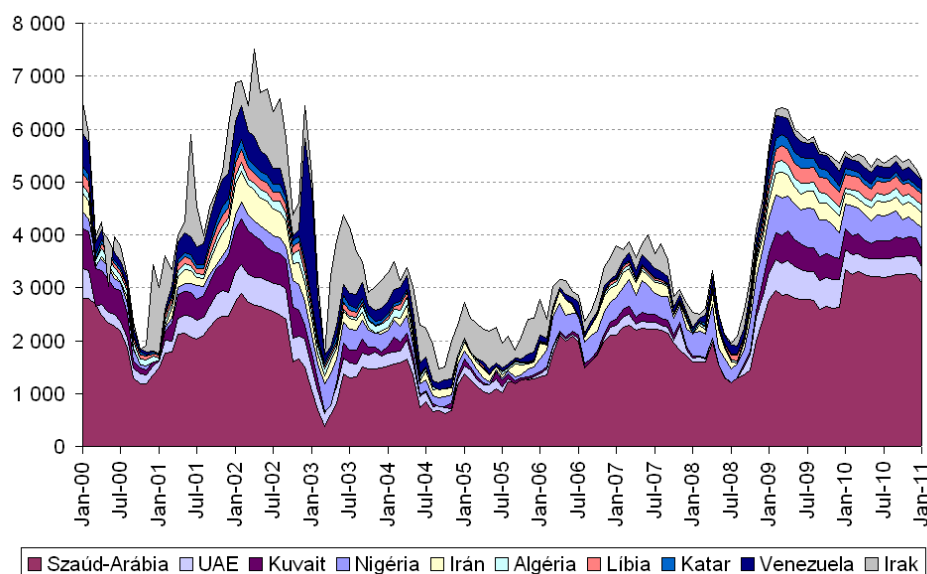
Forrás: Bloomberg

Az OPEC becsült szabad kapacitásait tekintve elmondható, hogy annak 60%-át Szaúd-Arábia adja, a Kuvaittal és az Egyesült Arab Emírátsokkal kiegészülő szorosabb hármas koalíció pedig együttesen 80%-ot. Megfigyelhető továbbá, hogy nagyobb áremelkedések esetén egyedül Szaúd-Arábia hagyott meg érezhető tartalékokat a múltban, a többi OPEC tagállam szinte teljes mértékben kihasználta a rendelkezésre álló kapacitását. Mindezek alapján a 100 dollár feletti olajár felveti az OPEC tagállamok közötti, eddig példás együttműködés fellazulását. Ez várakozásaink szerint elsősorban informálisan, a kvótát meghaladó mértékű kitermelésben jelentkezhet, amit később akár formális kvótaemelés is követhet. Ha valóban ez történik, akkor az olajár a jelenlegi szintről nem tud tovább emelkedni, inkább egy lassú korrekció kezdődhet meg a felfokozott egyiptomi helyzet enyhülésével.

A hivatalos kvótaemeléssel kapcsolatban az OPEC egyelőre kivár, érvelése szerint minden vevőhöz elegendő mennyiségű olaj jut el. Ez az álláspont részben védhető csak amiatt, hogy tényleges fizikai nyersolajhiány három évtizede, a második olajár-krízis óta nem fordult elő. A piac ellátottságát talán az jobban mutatja, hogy az Egyesült Államokban a WTI nyersolaj

cushingi fizikai leszállítási pontján egyenesen rekordszintre emelkedtek a készletek, ami mögött elsősorban a kanadai kitermelés bővülése áll. Az Észak-amerikai WTI és az Európában irányadó Brent nyersolaj közötti árdifferencia ennek köszönhetően extrém mértékben kitágult.

OPEC szabad kapacitás tagállamok szerint (ezer hordó / nap)

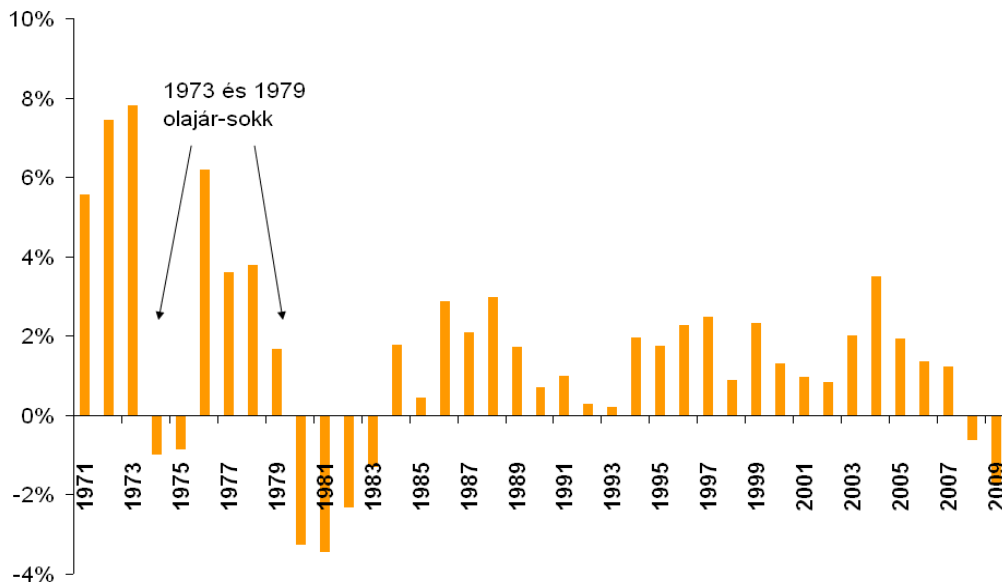


Forrás: Bloomberg, OPEC

Az 1973-as, illetve az 1979-es olajár-robbanást követő 2-4 éves időszakokban számottevő keresletcsökkenés jelentkezett, nem csak a GDP egységére vetített olajintenzitásban, hanem a fogyasztás abszolút értékét tekintve. Az olajár-emelkedésből adódó keresletromboló hatás a várakozásaink szerint az év második felében ezúttal is megjelenhet. A magas nyersanyagárak egyúttal hozzájárulhatnak a kínai növekedési programok fokozatosabb befékezéséhez.

Erre utaló jeleket a kismértékű, de folyamatos kamat- és tartalékráta-emelések szolgáltatnak, de a kínai kommunikációban is egyre kevesebb számszerűsített infrastrukturális célkitűzés található, ami a növekedési program visszafogását jelezheti.

Globális olajkereslet változás, év/év



Forrás: Bloomberg

A magas árakra hasonlóképpen élénken, bár természetéből adódóan lassabb ütemben reagálhat a kínálati oldal. A jelenlegi olajárak mellett már a drágának számító nem-konvencionális mezők is gazdaságosan kitermelhetőek, ide sorolva a mélytengeri projekteken át az észak-amerikai olajpala lelőhelyeket. A beruházásokkal kapcsolatos döntések hagyományosan nem a piaci ár, hanem sokkal inkább a cégek hosszabb távú olajár-várakozásai alapján születnek. Kellően magas ár fennmaradása ugyanakkor beruházási döntések tömegét indíthatja el, amely hatására a mezőfeltárás felgyorsulhat. A kínálati oldal várakozásaink szerint hosszabb távon még mindig szűkös maradhat, a nyomás ugyanakkor az eddigiekhez képest enyhül. A Barclays Capital 2010. decemberi felmérése alapján a szénhidrogén-kitermeléssel kapcsolatos beruházások értéke 500 milliárd dollár közelébe bővíülhet idén, ami 11%-os éves növekedést, illetve történelmi rekordértéket jelent.

Január közepén a BP és az állami többségű orosz olajipari óriás, a Rosznyeft részvénycserés együttműködési megállapodást jelentett be, amely kiterjed a nem-konvencionális sarkközei olajmezők feltárására is. Ha visszaemlékezünk a 2007-2008 közötti időszakra, akkor a nyersanyagárakkal együtt erősödő Oroszországban az Exxon, a Shell és a BP éppen kiszorult meghatározó szénhidrogén-kutatási projektekből. A három héttel ezelőtti bejelentés fő üzenete, hogy csökkenhetnek a készletmegújítással kapcsolatos politikai kockázatok - Oroszország ezúttal magas olajárak mellett engedte be a külföldi partnert, szemben az eddigi ellentétes gyakorlattal.

A 100 dolláros olajár ellenére ellátási problémák tehát nem fenyegetnek, néhány hónapos távon a kereslet enyhe csökkenése, illetve a kínálat bővülése inkább lehet realitás. Az utóbbi tekintetében fontos kiemelni, hogy a magas olajár következményekkel járhat: az OPEC kockázatot vállal abban az esetben, ha további áremelkedésre sem reagál. Míg a 80 dollár körüli tartományban a kitermelők és a fogyasztók egyaránt elégedettek, magasabb olajárak estében ugyanakkor felborulhat ez a stabilitás.

A '70-es évek olajár-robbanásait követően nem csak a hatékonyságjavulás került előtérbe, de az olaj áramtermeléshez betöltött szerepe is végérvényesen visszaszorult. Hasonlóan irreverzibilis módon a magas olajárak ma az alternatív energia beruházásokra is visszahatnak. A válság kezdete óta eltelt három év alatt valódi forradalom zajlott le itt, a zuhanó modulárak miatt a napenergia költsége minden problémájával együtt számos régióban a hálózati paritást közelíti. Az olajtermelő vállalatok védettsége technikai: a földgáz, a szén és lassan az alternatív energia is költséghatékony versenytárs, egyelőre azonban nem áll rendelkezésre az a transzmissziós mechanizmus, amely az olajkereslet zömét adó közúti felhasználást kiváltaná. A fenyegetettség ugyanakkor valós, mivel az áthidaló technikai megoldások megszületésüket követően sokkal kevésbé járnak szűkös keresztmetszetekkel.

Megítélésünk szerint a 100 dolláros olajár 2-3 éves időtávon továbbra is realitás, rövid távon ugyanakkor előreszaladt a fundamentumokhoz képest, amelyek inkább indokolnának 80-90 dollár közötti olajárat. Ha abban hiszünk, hogy nem csak Oroszország tanult az előző válságból, akkor jó esélyt látunk arra, hogy az OPEC növeli a kitermelését. Részben a tagállamok széthúzása miatt, részben azzal a kitermelőtől meglepően hangzó stratégiai céllal, hogy kellő reálgazdasági megalapozottság hiányában ne hagyja tovább emelkedni az olajárat.

Készítette az AEGON Global Asset Management / AAM CEE

Szabó Gábor – részvény portfólió menedzser

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.