AEGON Befektetési Alapkezelő

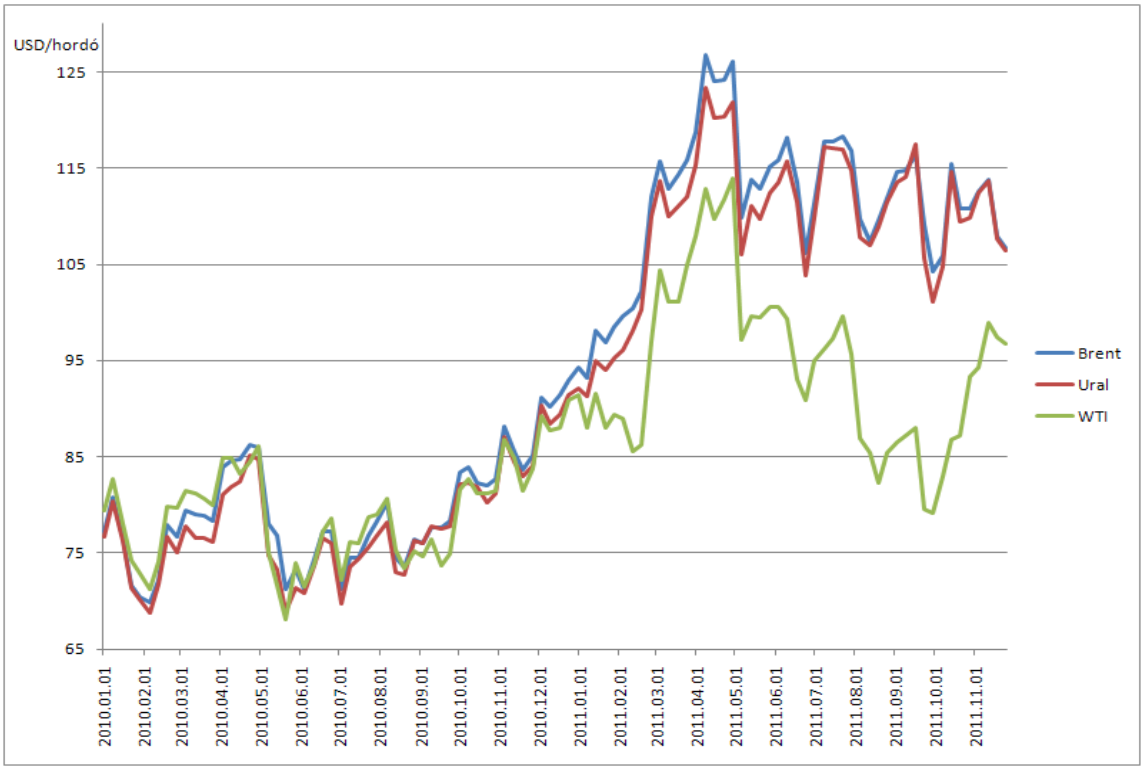
Havi elemzés – December

Szabó Gábor

Záródó olajár-különbözetek

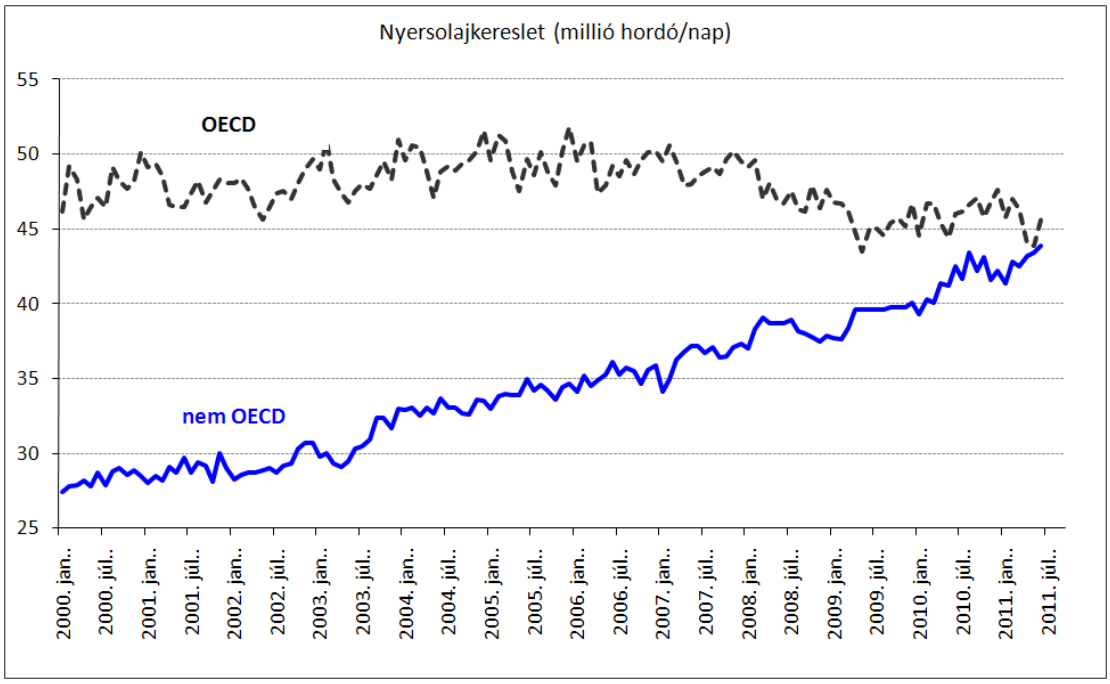
Eseménydús évet láthattunk idén az olajpiacon, a jelenlegi dinamikus iparági folyamatok közül ráadásul több a jövő évben is velünk maradhat. Kitekintésünkben három témakört vizsgálunk meg: a WTI-Brent, illetve a közép-európai finomítói profitabilitásra kiemelten ható Ural-Brent nyersolajár-különbözetek alakulását, valamint a globális olajmakro környezet változását.

Az év eleje óta folyamatosan romló növekedési kilátásokkal szembesül mind Európa, mind a világgazdaság, a beruházási programok fenntarthatatlansága miatt elkerülhetetlen kínai lassulás és a magas olajárak miatti keresletcsökkenés hatásai egyre inkább körvonalazódnak. Mindezek hatására a tavaszi arab forradalmak következtében még szárnyaló olajár lendületét vesztette az év második felében, összhangban a várakozásainkkal.
Az idei év során látványos mértékben elszakadt a WTI (észak-amerikai könnyűolaj) az északi-tengeri Brent nyersolaj áralakulásától. Minőségét tekintve mindkettő hasonló, alacsony kéntartalmú könnyűolaj -a WTI minimálisan jobb minőségi mutatókkal rendelkezik, emiatt 1 dollár körüli historikus prémiummal kereskedett a Brent olajhoz képest. A WTI-Brent különbözet példátlan mértékű kinyílásában meghatározó szerepet játszott a cushingi fizikai leszállítási pont tározókapacitásainak telítődése, majd a különbözet záródására fogadó spekulatív pozíciók zárása, amelyek hatására a különbözet elképesztő szintekre, 30 dollárig emelkedett. November közepén a WTI-Brent különbözet jelentős mértékben elkezdett összezáródni, miután megegyezés született a tengeri összeköttetést biztosító olajvezetéken a szállítási irány megfordításáról, valamint a kapacitás kibővítéséről. A bejelentés hatására 10 dollárra olvadt WTI-Brent különbözet várhatóan teljes mértékben bezárul a következő egy év során. A hasonló termékminőség miatt a bezáródás lényegében nem volt kérdés, sokkal inkább az időbeli lefolyása, illetve hogy az milyen árszinten történik meg.

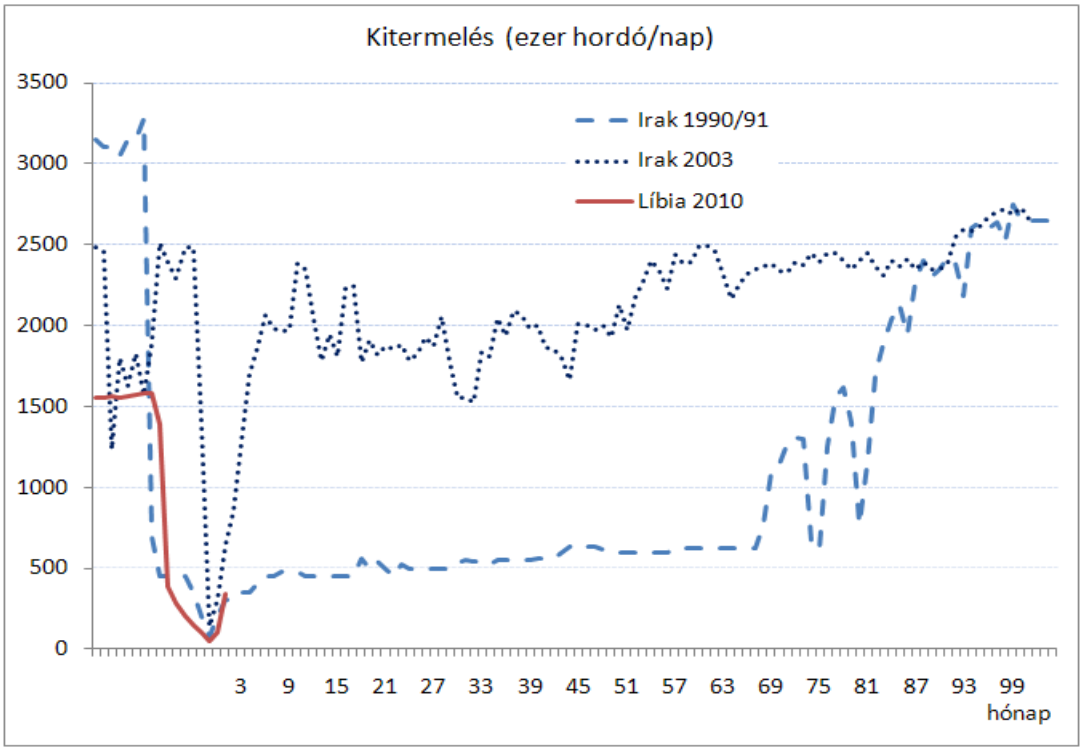


A WTI-Brent különbözet kitágulása és fokozatos összezáródása amint látjuk, elsősorban logisztikai probléma. Érdekes tanulság, hogy a határidős olajpiac meglehetősen meredek záródást árazott be folyamatosan, míg a részvénypiacon 'elhitték' a befektetők az aktuálisan alacsony WTI ár fennmaradását, legalábbis ez következett számos upstream társaság árazásából – ide sorolva nem csak észak-amerikai kitettségeket, de orosz olajrészvényeket is, amelyek WTI érintettség hiányában sokkal inkább a hangulat áldozatává váltak. A WTI időszakos mélypontjával gyakorlatilag egybeeső, 70-75 dollár körüli árszinteket stabil költségoldali támasznak tartjuk. A globális nyersolajkínálat költséggörbéjén a teljes projektköltségére és elvárt megtérülésre vetítve ebben a tartományban húzódik egy költség oldali támasz, amely a jelenleg termelésbe vont legdrágább, ugyanakkor még konvencionális olajforrásokat fedi le.

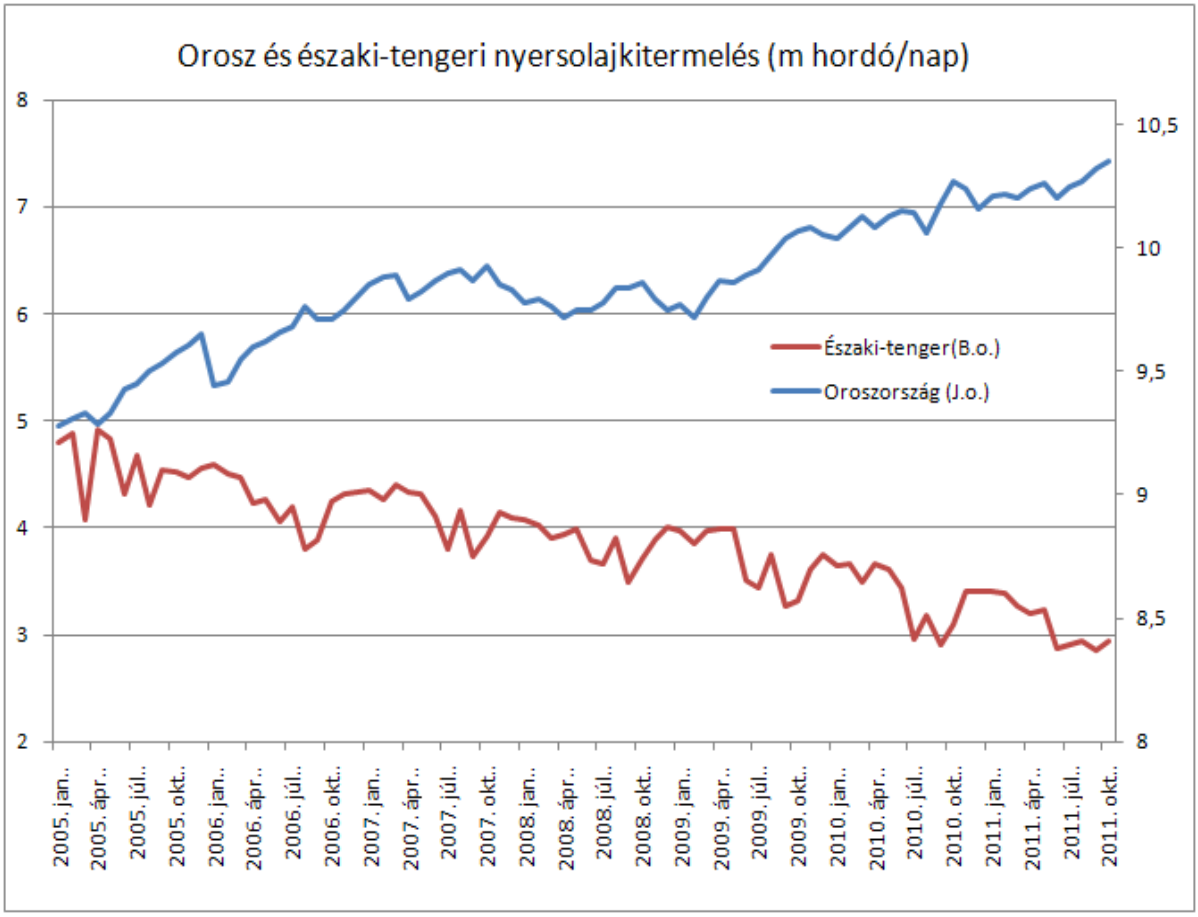
Rögtön adódik a kérdés, hogy körvonalazódik-e bármi olyan változás, amely az idei WTI mélyponthoz mérhetően alacsony olajárakat hozhatna. Folyamatosan nő az esélye annak, hogy az európai gazdaságok teljesítménye jelentős mértékben romlik 2012-ben. Bármekkora recesszió/lassulás is vár jövőre Európára, a historikus példák alapján az energiaintenzitás javulhat, azaz a nyersolajkereslet a GDP változás dinamikájától elmaradhat. Nem feltétlenül ez a helyzet ugyanakkor Kínában, ahol a GDP növekedés forrása elsődlegesen infrastrukturális beruházási programokból adódik. Más kérdés, hogy a gazdasági lassulást a kínai fogyasztás is megérezne, mint ahogyan a Kínához szorosan kötődő világgazdaság egésze is. A legutolsó havi adatok alapján trendszerű lassulásról egyelőre nem beszélhetünk: a kínai nettó nyersolajimport nem nőtt tovább ugyan a szezonalitásnak megfelelő mértékben, ugyanakkor még mindig történelmi rekordon tartózkodik. A fejlődő országok összesített olajfelhasználásában sem látszik megtorpanás. A nem-OECD kereslet megközelítette – valamikor jövő tavasszal várhatóan el is érheti- az OECD tagállamok olajkeresletét - tíz évvel ezelőtt még közel kétszeres különbség volt a kettő között. A keresleti oldal gyengülése folytatódhat jövő év első felében, ami rövid távon csökkenő Brent olajárakat hozhat.

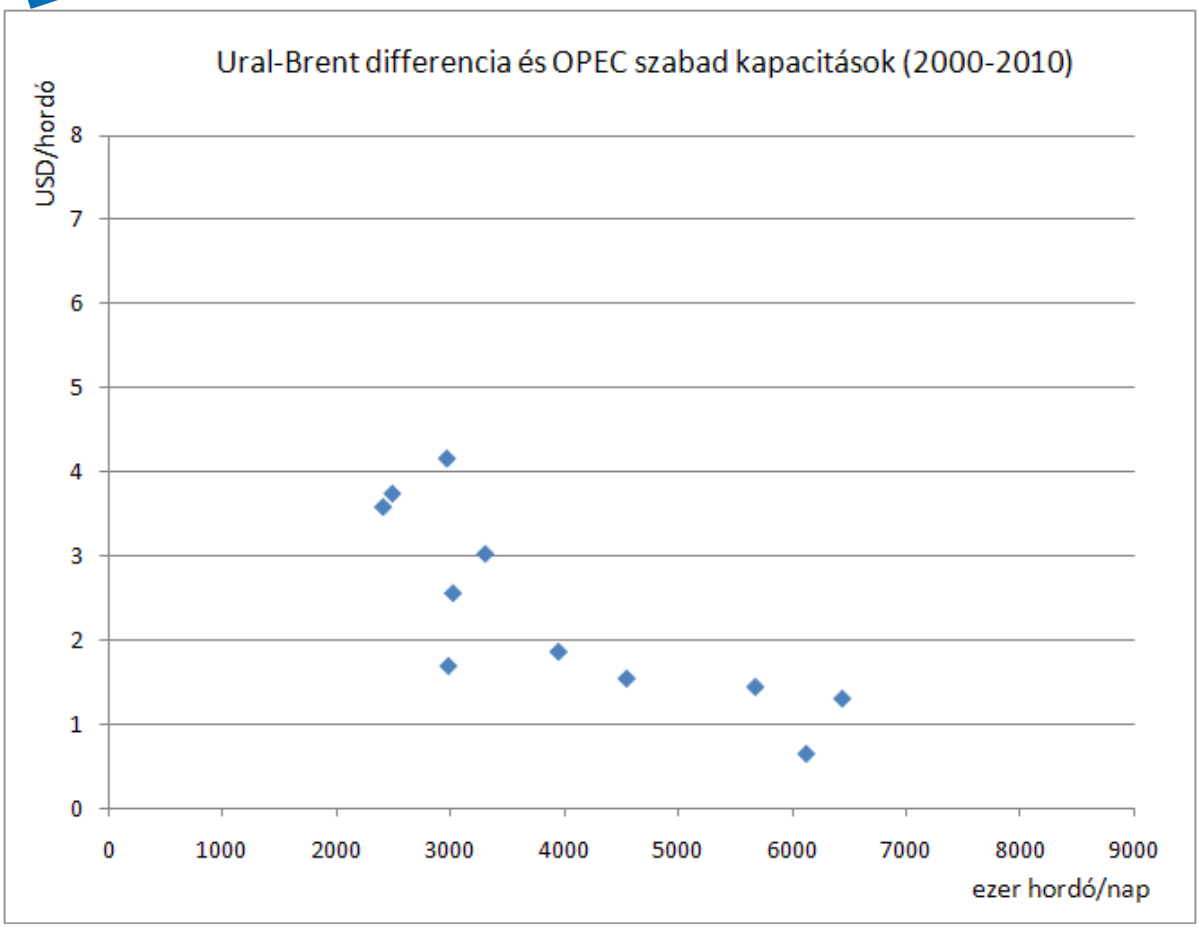


Ebbe az irányba mutat egyelőre a kínálat is. A líbiai polgárháborút követően a kitermelés fokozatos visszaépülése várható. A két Öböl-háborút analógiaként tekintve, az 1991-es beavatkozást követően 5 évig nagyon alacsony szinten stabilizálódott az iraki kitermelés, miután a kitermelő infrastruktúra hatalmas pusztítást szenvedett el, illetve az upstream szakembergárda sem maradt együtt. A második, 2003-as katonai beavatkozás során az iraki kitermelő infrastruktúra kisebb károkat szenvedett, a kitermelés is jóval korábban, alig több mint egy év alatt jelentős mértékben helyreállt. Líbia az utóbbi példához állhat közelebb, jó eséllyel 1-1,5 év alatt a polgárháború előtti szintek közelébe emelkedhet a kitermelés. Hasonló időtávval számol a Líbiában termelő kapacitásokkal rendelkező OMV, amely kitermelése a polgárháború előtti szintek 30%-át teszi ki jelenleg.
A líbiai kitermelés fokozatos visszaállásával együtt az OPEC kivonhatja a korábban piacra vitt többlettermelést, amely következtében az OPEC szabad kapacitásai rövid távon növekedhetnek –ezt hosszabb távon a kínálati oldali szűkösségek következtében ismét csökkenés követhet. Fontos kiemelni ugyanakkor, ahogy az OPEC a Brenthez hasonló líbiai édes könnyűolaj kiesését nehezebb - elsősorban szaúdi- nyersolajjal ellensúlyozta. A líbiai kiesés mellett az északi-tengeri kitermelés is tovább csökkent, mindezek hatására az európai régióban könnyen elérhető édes könnyűolajból időszakos hiány alakult ki - feltehetően ennek is köszönhető, hogy a lassuló világgazdasági környezet ellenére a Brent olajár alig tudott esni.



A közép-európai finomítók profitabilitása szempontjából kulcsfontosságú az Ural típusú olaj és a Brent könnyű olaj közötti különbözet, amely rövid távon meglehetősen zajos, hosszabb távon nézve ugyanakkor leképezi a nehéz- és könnyűolaj kereslet-kínálati viszonyokat.
A minőségbeli különbség miatt az Ural nyersolaj historikusan 2,5 dollár körüli diszkonttal árazódott a Brent olajhoz képest. Az idei harmadik negyedévben már nyomottá váló differencia jelenleg szinte teljes mértékben eltűnt, amely a régióban működő finomítók profitabilitását jelentős mértékben csökkenti.





Az OPEC szabad kapacitások csökkenése –azaz addicionális nehézolaj piacra vitele- mellett historikusan jellemzően tágult az Ural árdiszkont a Brent olajtípushoz képest, fenti ábrán a két tényező közötti ellentétes irányú kapcsolat fedezhető fel. A jelenleg még mindig meglehetősen magas OPEC szabad kapacitások hosszabb távú visszarendeződése mellett fokozatosan normalizálódó Ural-Brent differencia lehet indokolt. Ezt támogatja az orosz kitermelés növekedése is, amely a nyáron életbe lépő –nyersolajexportot és kitermelést ösztönző- ún. '60/66' adóreform hatására a Szovjetunió felbomlása után számított új rekordok során dönti. A kitermelés gyors növekedése sokkal inkább a kevésbé feszített kapacitáskihasználás emelkedéséből adódik, további növekedésre jóval lassabban, kitermelő beruházások hatására kerülhet sor.

Míg a WTI-Brent nyersolajár különbözet idővel teljes mértékben bezárulhat, az Ural-Brent differencia fokozatosan nyílhat középtávon. A növekvő szabad kapacitások, illetve a globális lassulás következtében rövid távon lefelé veheti az irányt jövőre a nyersolajár. Azonban ha sor kerülne egy jelentősebb leszúrásra a 70-75 dolláros tartományig, azt átmenetinek gondolnánk, mivel több éves időtávon a csökkenő mezőhozamok és a kínálat oldali szűkösségek elkerülhetetlenné teszik az olajárak emelkedését. Viszonylag jól beazonosíthatóak a felfelé és lefelé mutató kockázatok: az európai és globális lassulás mértéke mellett a nyitott kérdés jövőre Irán lehet.

Készítette az AEGON Magyarország Befektetési Alapkezelő Zrt. / AAM CEE
Szabó Gábor – elemző, részvény portfolio 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 Magyarország Befektetési Alapkezelő Zrt. / AAM CEE nem vállal felelősséget a jelen kiadvány alapján hozott befektetési döntésért és annak következményeiért, illetve a dokumentumban található adatok esetleges hiányosságaiért vagy pontatlanságaiért.