

Olaj

nyersanyag

Egyre hevesebben reagált az elmúlt hetekben az olaj árfolyama a különböző hírekre. Az átmeneti felpattanás az OPEC kitermelési kvótavágásával kapcsolatos híresztelések által megvalósuló short coveringnek volt betudható. A keresleti-kínálati oldal visszasságai miatt azonban ezek a próbálkozások csak átmenetiek lehetnek véleményük szerint, és az év hátralevő részében újra a 40 dollár környéki árfolyammal barátkoznánk meg.



A WTI árfolyama júniustól augusztus végéig egy csökkenő trendcsatornában mozgott, amiből egyelőre ki tudott törni. Az emelkedés előtt álló első jelentős ellenállás 47,5 dollárnál található, majd 54,4 dollár környékénél, amit már a 200 napos mozgóátlag el is hagyott időközben. Ezek az akadályok technikai értelemben jelentős gátat jelentenek a további árfolyam emelkedés tekintetében.

Támaszt első körben a 20 és a 30 napos mozgóátlag nyújthat 43,0 és 44,1 dollárnál, azonban ezek a szintek egy komolyabb esés során pillanatok alatt eltűnhetnek a szemünk elől, és újra a 2008-as válság mélypontja felé kacsingathatunk, ami 32,4 dollár volt.



Kereskedés olajjal a BÉT-en?

Erste WTI Oil Certifikátok

[Részletek](#)

Keresleti és kínálati oldal

A keresleti és kínálati oldal egyensúlytalansága továbbra is fennáll, sőt még tovább nyílhat az olló meglátásunk szerint. A kínai gazdasági növekedés lassulásával kapcsolatos félelmek a keresleti oldalt csökkentik (az olajimport augusztusban hó/hó alapon 13,4%-kal esett), míg az iráni atomprogrammal kapcsolatos szeptember közepi amerikai kongresszusi szavazás a kínálati oldalt emelheti tovább.

Az OPEC augusztusi riportja szerint a világ olaj iránti kereslet igénye napi 92,7 millió hordó volt, míg a kínálati oldal napi 94,9 millió hordót mutatott, azaz a többlet napi 2,2 millió hordóra rúgott.

Irán visszaengedése az exportpiacra tovább növelné a többlet értékét (elemzők szerint a jelenlegi napi 0,5 millió hordós export mennyiség 2016 első negyedévére napi 1,5 millió hordóra emelkedhet vissza), ugyanis a piaci részesedés visszaszerzése miatt Irán Szaúd-Arábiához hasonlóan bevetheti az árcsökkentés fegyverét az exportpiacokon. Erre pedig minden lehetősége meg is van, mivel kitermelési költsége 8-10 dollár között alakul.

Az OPEC országok kitermelési kihasználtsága

(ezer hordó/nap)	Augusztusi kitermelés	Kapacitás	Kihasználtság
Algéria	1105	1150	96%
Angola	1750	1870	94%
Ecuador	536	541	99%
Irán	2900	2900	100%
Irak	4300	4400	98%
Kuvait	2850	2900	98%
Líbia	355	1550	23%
Nigéria	1940	2200	88%
Katar	640	700	91%
Szaúd-Arábia	10500	12500	84%
Egyesült Arab Emírségek	2950	3150	94%
Venezuela	2490	2500	100%
OPEC 12	32316	36361	89%

Forrás: Bloomberg, Erste

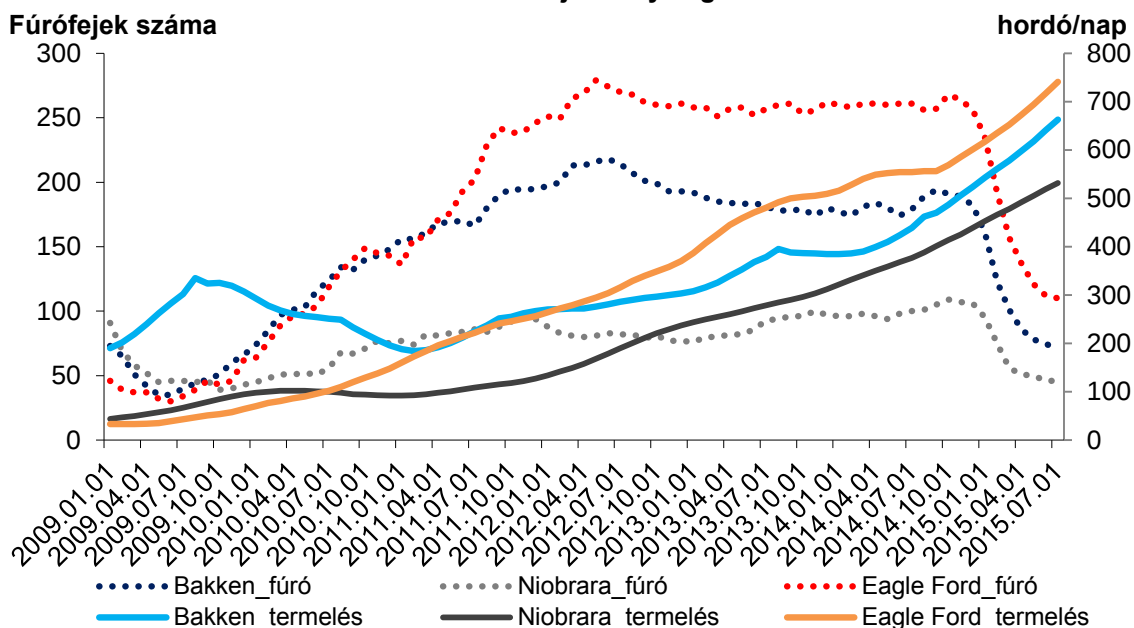
Venezuela ennek kimondottan nem örülne, ugyanis már augusztus végén **azonnali OPEC ülés összehívását** szerették volna kezdeményezni, melynek célja mi más lehetett volna, mint a kitermelési kvóták megvágása, ugyanis az alacsony olajár teljesen felborította a költségvetést (export bevételek 96%-a olajból származik), a venezuelai bolívar leértékelődése pedig hiperinflációt okoz. A hírre több mint 8%-ot emelkedett a fekete arany árfolyama akkor.

A bika szarvát azonban gyorsan letörték, ugyanis szeptember elején kiderült, hogy Venezuela **5 milliárd dollár értékben kap hitelt Kínától**, ha cserébe növeli kitermelését. Kína ezzel mondhatni olajat öntött a tűzre, ugyanis a kvótavágáshoz szükséges összefogást gyengíti, és közben növeli kötvénypiaci kockázatát. Kína 2005 óta több mint 50 milliárd dollárnyi hitelt nyújtott Venezuelának, aminek köszönhetően az ország legnagyobb hitelezőjévé nőtt ki magát. A gond csupán annyi, hogy ha ilyen alacsony marad az olajár, akkor Venezuela jövőre könnyen csődbe mehet.

A piacon zajló macska-egér játékban ugyanakkor a kisebb OPEC tagok szerepe (lásd Venezuela) nem számottevő **Szaúd-Arábia** árnyékában. Az OPEC tagországok kitermelésének harmadát adó ország ugyanis addig szeretné alacsonyan tartani az olajárát, ameddig csak lehet, illetve a költségvetése engedi (erről később még lesz szó). Az ok pofonegyszerű. Azt szeretné elérni, hogy az amerikai palaolaj kitermelők visszavágják beruházásaikat és kitermelésüket.

Az alábbi ábrán jól látszik, hogy a kialakult helyzetre az **amerikai palaolaj kitermelő cégek** reagáltak is a fúrófejek számának csökkentésével. A kívánt hatás azonban elmaradt, sőt a **kitermelt mennyiség új csúcsra futott** (lásd alábbi ábra). A teljes amerikai kitermelés jelen pillanatban napi 9,7 millió hordó, ami alig marad el az 1970-es, 9,9 millió hordós csúcstól.

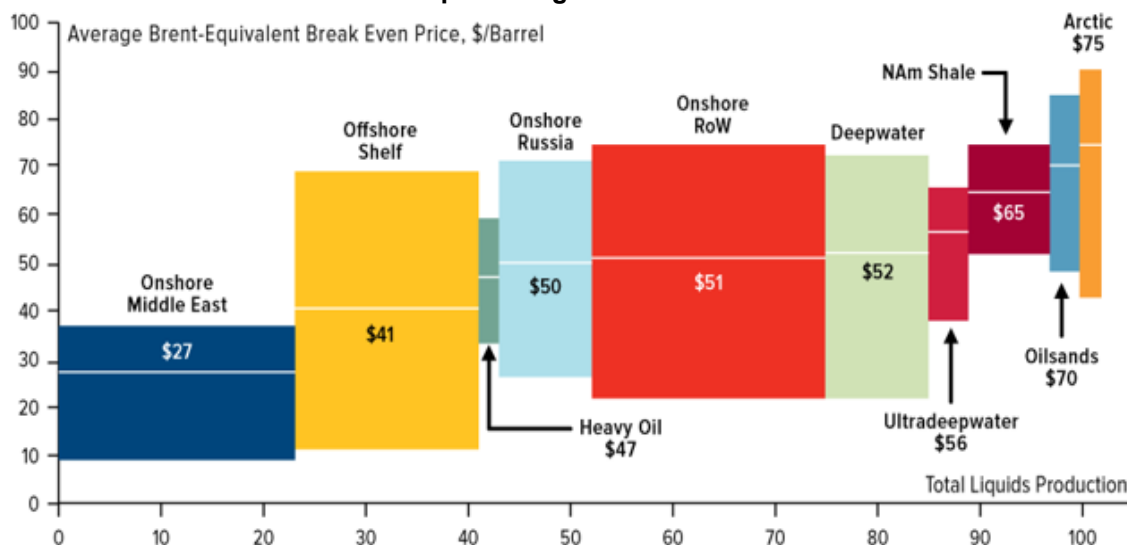
A három legnagyobb amerikai olajmezőn végzett fúrások során használt fúrófejek száma és a kitermelt olaj mennyisége



Forrás: www.eia.gov, Erste

Hogyan történhetett ez? A válasz két szó: **technológiai fejlődés** és **csökkenő költségek**. A Pioneer Natural Resources példának okáért tavaly 18 ezer láb (5,5 kilométer) mélységre 30 nap alatt fúrt le, míg idén ehhez már csak 16 nap kell, ráadásul a „big data” térnyerésének köszönhetően a hatások is jelentősen nőttek. Az előbb említett tényezők együttese pedig azt jelenti, hogy a kevesebb és hatékonyabb fúrásoknak hála jelentős költséget takarítanak meg a cégek.

Fedezeti pont átlagos értéke 2014-ben



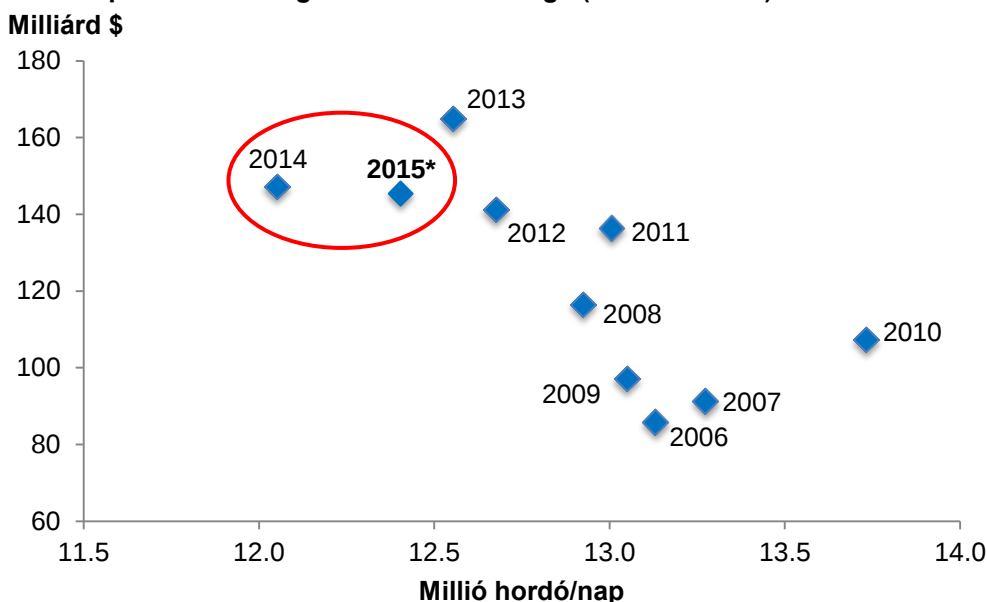
Forrás: Rystad Energy, Morgan Stanley, WSJ

A fenti ábrán a különböző kitermelési módok **átlagos fedezeti pontját** láthatjuk **2014-ben**. A palaolaj technológiával megvalósított fúrások átlagban **65 dollár/hordó** mellett voltak nullszaldósok, amivel a harmadik legdrágábbnak számított az olajhomok és az északi-tengeri fúrások mellett.

Idén a legolcsóbb palaolaj mezőkön 10 dollár/hordó, míg a legdrágábbakon 55 dollár/hordó volt a kitermelési költség a Manhattan Institute szerint, azaz **lefeleződött** az előbb említett 65 dollár/hordós átlag, ami egyben azt is jelenti, hogy a jelenlegi olajárak mellett a mezők többségét érdemes működtetni, mert profitot termel.

Az integrált olajipari vállalatok finomítói (downstream) részlegei az alacsony olajárakból szépen profitálnak idén, ugyanakkor a kitermelési részleg (upstream) esetén jókora visszaeséseket láthatunk a profit soron. A cégek a munkaerő- és a **beruházási költségek visszavágásával** próbálják tompítani a lemorzsolódást. Utóbbi esetében azonban a már elindított beruházásokat nem fogják leállítani, mivel a fix költségek egy részét vissza szeretnék keresni. Ezen megállapításunkat jól szemlélteti az alábbi ábra is.

Az öt legnagyobb olajipari vállalat kitermelési mennyisége (millió hordó/nap) és az upstream üzletág beruházási költsége (milliárd dollár) 2006-2015 között



Forrás: BP Plc, Chevron, Exxon Mobil, Shell, Total, Erste

*A 2015-ös adatok a cégek becsléseit tartalmazzák

A kitermelő országok költségvetésére gyakorolt hatás

Venezuela helyzetéről fentebb már tettünk említést. A többieket sem kíméli az olajáresés, amint az a következő oldalon található táblázatból is kiderül. A költségvetési egyensúlyhoz a jelenleginél lényegesen nagyobb olajárra lenne szükség. A helyzet fontosságát jelzi, hogy a Bloomberg forrásai szerint Szaúd-Arábia hamarosan legalább 10%-kal visszavágja a beruházásokra fordítható keretösszegét. Az IMF szerint idén a költségvetési deficit még így is a GDP 20%-a lehet.

Ezek alapján jogosan merül fel a kérdés, hogy Szaúd-Arábia miért ragaszkodik továbbra is foggal-körömmel az alacsony olajárhoz. Nos, úgy gondolják, hogy a piacszerzés szempontjából vállalható, ha az ország devizatartalékait megcsapolják. A januárban látott 724,5 milliárdos keretösszeg júniusra 664,4 milliárd dollárra apadt, azaz van még miből költenie.

A többi ország esetében ekkora hátszélről nehéz lenne beszélni. Venezuela mellett a legnagyobb bajban Nigéria áll jelen pillanatban, de a helyzet globális voltáról sokat elmond, hogy már a norvég olaj miniszter is azt nyilatkozta, hogy a 40 dollár környéki olajár fenntarthatatlan.

	2015-ös költségvetési egyensúlyhoz szükséges olajár	Export bevételek hány %-a származik olajból
Líbia	184,1 \$	95%
Irán	130,7 \$	54%
Algéria	130,5 \$	67%
Nigéria	122,7 \$	92%
Venezuela	117,5 \$	96%
Szaúd-Arábia	106,0 \$	76%
Irak	100,6 \$	99%
Egyesült Arab Emírségek	77,3 \$	28%
Katar	60,0 \$	43%
Kuvait	54,0 \$	94%

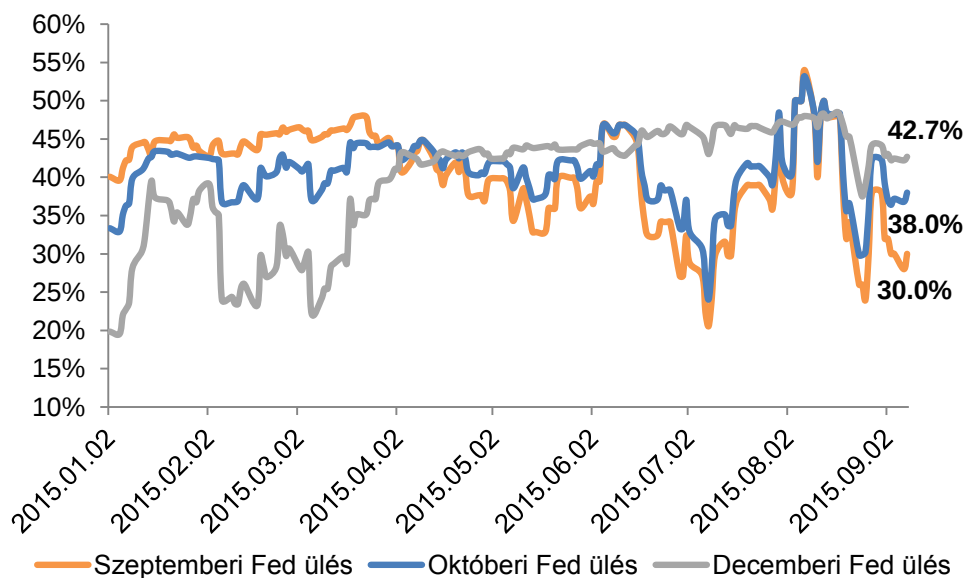
Forrás: IMF, WSJ, OPEC, Erste

Kamatemelési várakozások hatása

A különböző jegybankok monetáris politikája is nagymértékben befolyásolja az olaj árfolyamának alakulását az EUR/USD devizamozgáson keresztül.

A **Fed** esetében a kamatemelési várakozások az elmúlt időszakban kitolódtak jövő év elejére, amire gyengülni kezdett a dollár. Ugyanakkor a legutolsó GDP adat (várt 3,2% helyett 3,7% lett), illetve a Bézs könyvben említett béroldali infláció megjelenése abba az irányba mutatnak, hogy a **decemberi kamatemelésnek** mégis csak **van realitás alapja**.

Fed kamatemelési várakozások valószínűsége 0-25 bázispont közötti emelést feltételezve



Forrás: Bloomberg, Erste

A fenti ábra szerint jelen pillanatban annak a legnagyobb a valószínűsége, hogy a Fed decemberben emel a kamaton 0-25 bázispont közötti értékben. Az előbbi értéket a határidős kamatláb szerződésekből (*futures*) számolják vissza.

Az **EKB** esetében továbbra is gondot okoz az alacsony olajár, hiszen az inflációs mutató emiatt a következő hónapokban mínuszba süllyedhet. A jegybank így még távolabb kerülhet a 2%-os középtávú inflációs céljától, mint ahogy az az alábbi táblázatból is jól látszik.

Az EKB növekedési és inflációs előrejelzése

	2015	2016	2017
Infláció	0,1% (0,3%)*	1,1% (1,5%)*	1,7% (1,8%)*
GDP	1,4% (1,5%)*	1,7% (1,9%)*	1,8% (2,0%)*

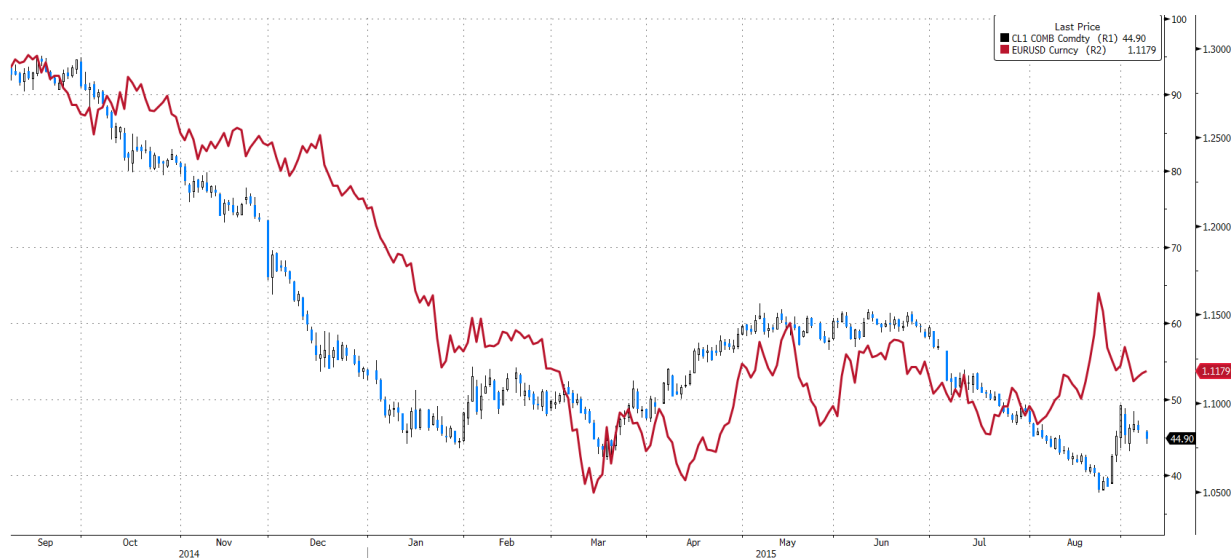
Forrás: EKB, Erste

*zárójelben a június előrejelzés értékei

Mario Draghi nem véletlen jelezte, hogy a jegybank továbbra is minden szükséges lépést megtesz a kívánt cél elérése érdekében, ami a 2016 szeptemberéig futó kötvénvásárlási program mértékének vagy futamidejének növelését, vagy a betéti ráta vágását is jelentheti.

Összességében tehát azt láthatjuk, hogy a Fed szigorítása egyre közeleg, miközben az EKB a makrogazdasági adatok fényében akár további lazításra is adhatja a fejét. Ezek a folyamatok pedig inkább a **dollár erősödés irányába mutatnak**, ami az olaj árfolyamát továbbra is nyomás alatt tarthatja.

A WTI és az EUR/USD árfolyamának alakulása



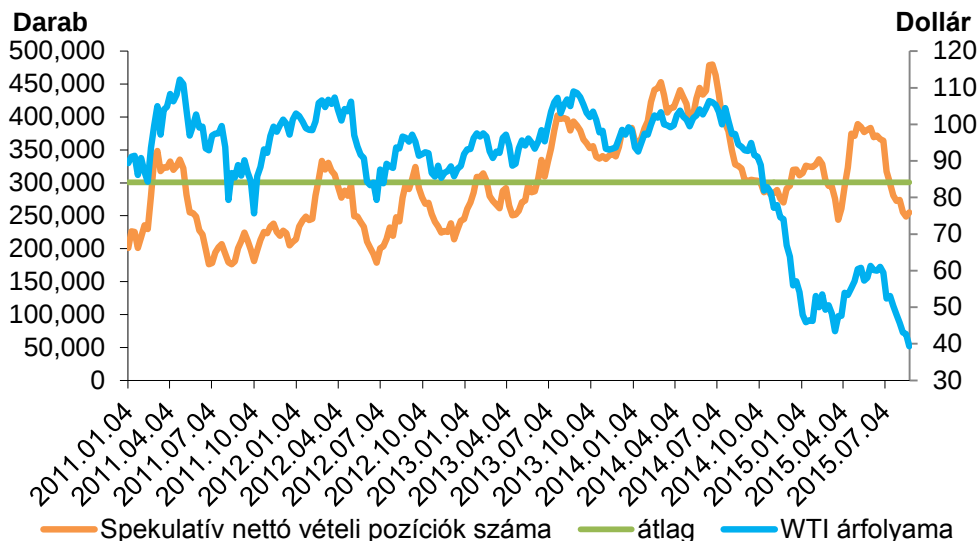
Forrás: Bloomberg, Erste

Ha azonban elővesszük a tőzsdei álmoskönyveket, akkor az láthatjuk, hogy a korábbi Fed kamatemelések után a dollár gyengült. 1994-ben, 1999-ben és 2004-ben a Fed árfolyam-indexe 2 hónapos időtávon mérve hozzávetőlegesen 2%-kal, 4 hónappal később pedig 4%-kal gyengült. 6 hónapos időtávon 2%-os, 4%-os és 8%-os visszaesést láthattunk az évek előrehaladtával a Commerzbank elemzése szerint. Ezt látva azonban a devizahatás mindjárt az emelkedést támogatja.

Pozícionáltság alakulása

A nettó spekulatív vételi pozíciók átlag alatti értéke azt jelzi, hogy a piac egyértelműen a short oldalon áll, így egy pozitív hír hatására pillanatok alatt short covering (*short pozíciók tömeges zárása*) következhet be, ami az árfolyam megpattanásához vezethet.

A spekulatív nettó vételi pozíciók és a WTI árfolyamának alakulása



Forrás: Bloomberg, Erste

*Spekulatív nettó vételi pozíciók:: a CFTC által számolt nem kereskedelmi célú nettó vételi és eladási pozíciók közötti különbség.

Rövid és hosszútávú várakozások

Az év hátralevő részében 40-45 dollár közötti árfolyammal számolunk. A december 4-i OPEC ülés hozhat esetlegesen fordulatot az ügyben, ha kvótavágásra kerül sor, ami Szaúd-Arábia nélkül biztosan nem valósulhat meg.

A kínálati oldal csökkenése és/vagy a keresleti oldal növekedése miatt **jövő évben átlagosan 55 dolláros árfolyamra számítunk.**

Az Erste Brókerek munkanapokon 8:30 és 22:00 óra között várják tőzsdei megbízásait telefonon:

Angyal Krisztián	1-235-5852	Farkas László	1-235-5895	Kis Dániel	1-235-5873
Balog Enikő	1-235-5114	Háhn Gábor	1-235-7564	Kovács Zsolt	1-235-5175
Baráth Tibor	1-235-5854	Hanzli Judit	1-235-5886	Lojis László	1-235-5849
Bereczk Zoltán	1-235-5860	Izbéki Ottó	1-235-5123	Mezei Ákos	1-235-5122
Bézsényi Zoltán	1-235-5855	Kababik József	1-235-5124	Rácz Gábor	1-235-5857
Czene Tamás	1-235-5121	Kéri Lajos	1-235-5874	Varjú Péter	1-235-5111
Csillag Zsigmond	1-235-5850	Kincse Áron	1-235-5858	Visnyai Zoltán	1-235-5153

Honlap: www.ersteinvestment.hu, www.erstemarket.hu e-mail: info@ersteinvestment.hu

A kiadványban foglalt információk az Erste Befektetési Zrt. - 1138 Budapest, Népfürdő u. 24-26., tev. eng. szám: E-III/324/2008 és III/75.005-19/2002, tőzsdetagság: Budapesti Értéktőzsde és Deutsche Börse (Társaság) által hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, de azokért a Társaság szavatosságot vagy felelősséget nem vállal. A kiadványban foglaltak nem minősíthetők befektetésre való ösztönzésnek, befektetési tanácsadásnak, értékpapír jegyzésére, vételére, eladására vonatkozó felhívásnak vagy ajánlatnak. A tőkepiaci és makrogazdasági helyzetet, a befektetések és azok hozamai alakulását olyan tényezők alakítják, melyre a Társaságnak nincs befolyása, a befektető által hozott döntés következményei a Társaságra nem háríthatók át. A kiadványban foglaltak – teljes vagy részleges – felhasználása, többszörözése, publikálása, átdolgozása, terjesztése kizárólag a Társaság előzetes írásos engedélyével lehetséges. A kiadvány kiadása időpontjában érvényes. További részletek: www.ersteinvestment.hu, ügyletek előtti tájékoztatásról szóló Hirdetményben.

A kiadvány nem a befektetési elemzések függetlenségének előmozdítását célzó jogi követelményeknek megfelelően készült, nem vonatkozik rá a befektetési elemzések terjesztését, közzétételét megelőző ügyletkötésre vonatkozó tilalom.