Tajemnica porażki OPEC, czyli „ropotok" nie do zatamowania

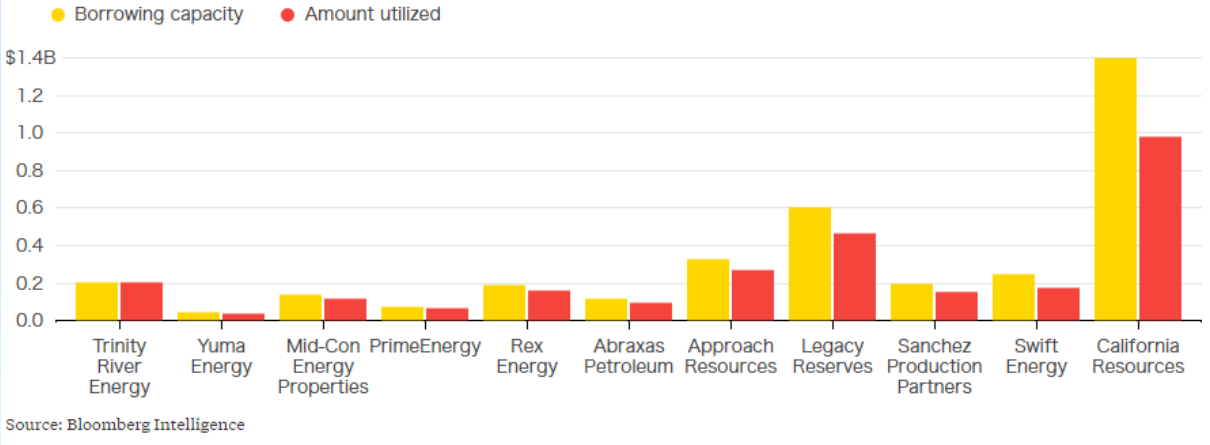
Spoglądając pod odpowiednim kątem na sytuację w USA możemy dojść do ciekawych wniosków, iż ostatni zryw w przyroście aktywnych odwiertów za oceanem może powoli łapać zadyszkę. Kwestia ta leży w finansowaniu tej działalności. Choć koszt kredytowania spółek znacznie spadł (w miarę odbicia cen ropy), to wiele z nich już obecnie "ubrana" jest w ogromne ilości zadłużenie, ogromne w stosunku do swoich możliwości.

Indeks wysokorentowych obligacji spółek z sektora paliwowego w USA, źródło: Bloomberg

Dla przykładu zobaczmy, jak wiele firm polega obecnie na odnawialnych liniach kredytowych, w dodatku zważmy na to, w jakim stopniu przedsiębiorstwa te są pozadłużane. Według kalkulacji agencji Bloomberga przynajmniej 11 takich firm (sektor ropy i gazu) używa co najmniej 70% swoich możliwości z tytułu otwartej linii kredytowej. Między innymi mamy tutaj mniejsze jednostki, które naturalnie są bardziej narażone na zmienność cen ropy.

Co jeszcze ważniejsze, banki nie są wcale skore do zwiększania umów dotyczących linii kredytowych wychodząc z założenia, iż "jeśli ktoś zsuwa się wisząc na linie, powinien wybrać mniejsze szczyty". Choć to metaforyczne porównanie, wydaje się, że ma sporo racji.

Kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakiejkolwiek formie treści zawartych w niniejszym dokumencie bez zgody autora jest zabronione i stanowi naruszenie praw autorskich (podstawa: Dz.U. 1994 Nr 24 poz. 83 i Dz.U.94 nr43 poz.170)



Wielkość limitów linii kredytowych danych firm wraz ze stopniem ich wykorzystywania, źródło: Bloomberg

Jednocześnie należy brać pod uwagę również taki scenariusz, gdzie banki mogą zmniejszyć limity kredytowe dla takich firm, które mają zbyt mało zrównoważoną strukturę kapitałową (przelewarowanie w opinii pożyczkodawców). Według Bloomberga nawet 24% firm zajmujących się eksploracją i wydobyciem ropy będzie miała zredukowaną linię kredytową przy okazji najbliższej rundy oceny wiarygodności kredytowej.

Choć obecna sytuacja i tak jest lepsza w porównaniu do tej sprzed 6-7 miesięcy, kiedy cena surowca była niższa, a OPEC jeszcze nie zdecydował się na implementację swojej strategii, to mimo wszystko banki mogą pozwolić mniejszym firmom, które są mniej ważne dla całego sektora, po prostu upaść. Wynika to z tego, że instytucje te zredukowały swoje ekspozycje na tego rodzaju klasę aktywów, więc są aktualnie mniej narażone na straty.

W następnych kilku tygodniach kolejne firmy z sektora powinny informować nas na temat odnowionych linii kredytowych i ich wielkościach. Nie jest wykluczone, że usłyszymy również o pewnej ilości bankructw, przede wszystkim mniejszych firm, które do tej pory nie potrafiły wzmocnić swojego bilansu. Zatem, choć w pewnym stopniu może to wpłynąć na mniejszą ilość nakładów inwestycyjnych, to w dłuższym terminie najpewniej nastąpi pewna konsolidacja sektora a co za tym idzie wielkość produkcji nie powinna ucierpieć z tego powodu. Oczywiście istnieją granicę dla jej zwiększania (prawo malejących przychodów jest nieubłagane), niemniej produkcja łupkowa powinna – w mojej ocenie – jeszcze długo pozostać zmorą OPEC.

Kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakiejkolwiek formie treści zawartych w niniejszym dokumencie bez zgody autora jest zabronione i stanowi naruszenie praw autorskich (podstawa: Dz.U. 1994 Nr 24 poz. 83 i Dz.U.94 nr43 poz.170)

Historyczna i estymowana produkcja ropy w USA, źródło: EIA, Bloomberg

Spoglądając na powyższy wykres stanie się jasnym, że przy obecnej dynamice wzrostowej produkcji czarnego złota za oceanem, nie jest możliwe trwałe odbicie cen. Agencja EIA estymuje obecnie, że dzienna dynamika produkcji ropy w USA może przebić szczyt z 2015 roku już w czerwcu, o ile tempo zapoczątkowane w listopadzie będzie utrzymane.

Jeszcze kilka lat temu strategia, jaką obrał OPEC (zniesienie ograniczeń na produkcję) miała dość łatwo skutkować obniżeniem produkcji w USA. Poprzez wzrosty wydobycia w Europie, spotowa cena surowca miała spadać, nadszarpując przy tym zdolności produkcyjne amerykańskich producentów (z łupków), których cenowy próg rentowności był znacznie wyższy, aniżeli w Arabii Saudyjskiej. Niestety dla Arabii, jak się później okazało, wojna na wyniszczenie nie była najlepszą strategią, a w konsekwencji kraj zmuszony był ograniczyć poleganie na surowcu w kwestii zbilansowania swojego budżetu.

W końcówce zeszłego roku zdecydowano się na zmiany - historyczne ograniczenie produkcji. O ile OPEC i kilka krajów spoza ugrupowania rzeczywiście cięły wydobycie, o tyle produkcja w USA rosła w najlepsze, co po części było spodziewanym efektem. Niemniej jednak w średnim okresie myślenie OPEC prawdopodobnie było inne.

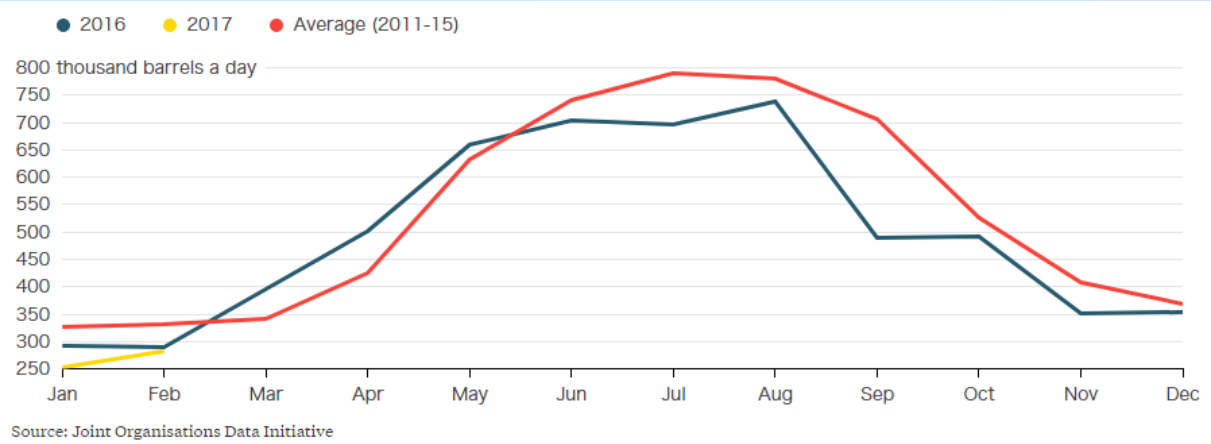
Mianowicie, poprzez ograniczenie produkcji oczekiwania rynku miały podnieść krótki koniec terminowej krzywej (forward) ropy w taki sposób, by doprowadzić do backwardation. Wówczas, kiedy ceny terminowe są niższe od spota producentom coraz trudniej zabezpieczać przyszłe przepływy pieniężne z tytułu sprzedawanej ropy. Jeśli dodamy do tego fakt, że dochodzą koszty magazynowania, otrzymamy wyraźny przepis na pozbywanie się zapasów w jak najszybszym tempie. Choć samo odwrócenie krzywej forward rzeczywiście nastąpiło, to korzyści dla OPEC nie były wymierne.

Wszystko tkwi w rozwoju technologii i znaczącym obniżeniu cenowego progu rentowności dla ropy z amerykańskich łupków. **Według wyliczeń firmy konsultingowej Rystad Energy próg ten spadł z około 59 USD w roku 2014 do niespełna 30 USD w roku 2016**. Mowa tutaj o koszcie wydobycia baryłki ropy na jednym z największych w USA pól naftowych - Bakken. Oczywiście jest to jedynie koszt wydobycia i należy do niego dodać jeszcze innego rodzaju koszty.

Niemniej mimo wszystko szacuje się, że cena światowa na poziomie 45 USD może być wystarczająca dla niektórych producentów, by osiągać zarobek. Z kolei cena w rejonie 55

Kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakiejkolwiek formie treści zawartych w niniejszym dokumencie bez zgody autora jest zabronione i stanowi naruszenie praw autorskich (podstawa: Dz.U. 1994 Nr 24 poz. 83 i Dz.U.94 nr43 poz.170)

USD mogłaby już przyczyniać się do zwiększania mocy wytwórczych. Warto wspomnieć, że to właśnie ten czynnik był jednym z głównych powodów, dla których wskazywałem na potencjał do odbicia na ropie w lutym 2016 roku. Prognoza zrealizowała się po kilku miesiącach.

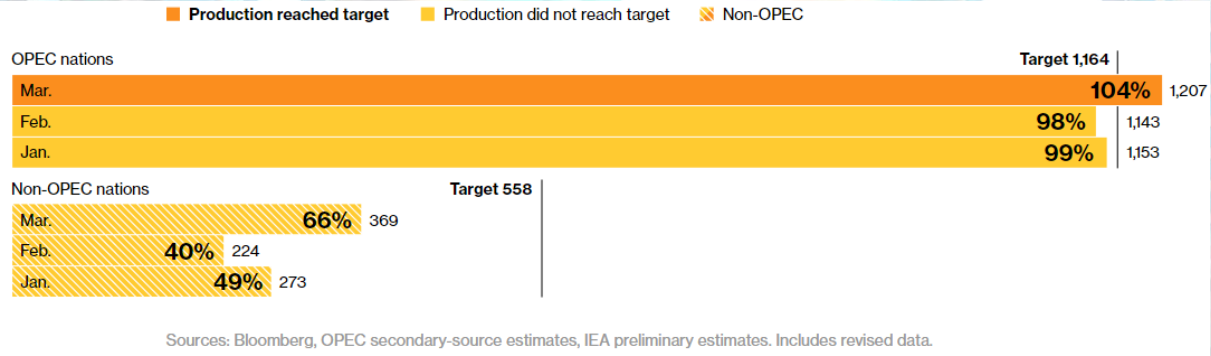


Sezonowe zapotrzebowanie na ropę w Arabii Saudyjskiej, źródło: Bloomberg

Innym problemem dla OPEC może być sama implementacja cięć produkcji w drugiej połowie roku. O ile w pierwszych trzech miesiącach przestrzeganie porozumienia ze strony Saudyjczyków przewyższało zakładane poziomy, o tyle należy zwrócić uwagę, iż w tym okresie sezonowy popyt na ropę w tym kraju (nie tylko w tym) jest najniższy. Wraz z wyższymi temperaturami wzrasta zdecydowanie popyt na surowiec.

Zatem, trzymając się tych samych ograniczeń, bądź nawet je zwiększając, Arabia Saudyjska - grająca pierwsze skrzypce w całym kartelu - będzie musiała ograniczać eksport, który stanowi wciąż główne źródło dochodu. Czynnik ten może okazać się bardzo istotny, zwłaszcza jeśli zobaczymy, iż w szczycie sezonu zapotrzebowanie na czarne złoto wzrasta ponad dwukrotnie. Tak więc implementacja cięć w drugiej połowie roku może nie być już tak dobra, doprowadzając do rozczarowania ze strony wyśrubowanych oczekiwań rynkowych i w konsekwencji powodując spadek cen.

W mojej ocenie OPEC może dochodzić powoli do ściany, zwłaszcza biorąc pod uwagę wysokie poziomy zaangażowania w cięcie wydobycia, podczas których cena surowca nie wykazywała dużej chęci na wzrosty.



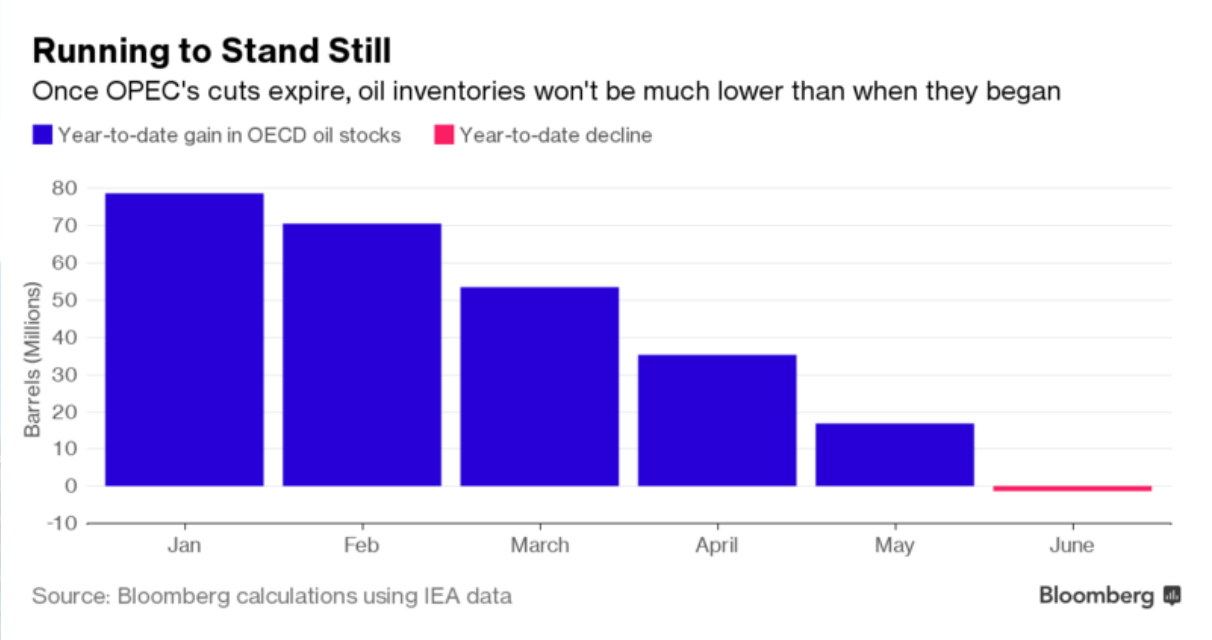
Zaangażowanie OPEC i krajów spoza kartelu w cięciu produkcji w pierwszym kwartale 2017, źródło: Bloomberg

Kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakiejkolwiek formie treści zawartych w niniejszym dokumencie bez zgody autora jest zabronione i stanowi naruszenie praw autorskich (podstawa: Dz.U. 1994 Nr 24 poz. 83 i Dz.U.94 nr43 poz.170)

Jeżeli przy tak znaczącym zaangażowaniu kartelu cena ropy nie rosła, trudno wyobrazić sobie jej znaczący wzrost w dalszej części roku, kiedy zwykle Arabia Saudyjska (główny kraj, który przyczynia się do realizacji planu w OPEC) zwiększa wówczas produkcję ze względu na rosnące zapotrzebowanie krajowe.

Innym problemem dla OPEC jest poziom zapasów w krajach OECD. Celem kartelu było zejście z globalnymi rezerwami do poziomu 5-letniej średniej, co oznaczałoby spadek o 300 mln brl – ekwiwalent globalnej produkcji w ciągu trzech dni. Niemniej jednak OPEC popełnił pewien błąd, gdyż tuż przed tym, jak cały plan wszedł w życie (1 stycznia) pozwalano na tymczasowe zwiększenie wydobycia, podnosząc przez to istotnie poziom zapasów w styczniu. W grudniu zapasy OECD wynosiły 2,98 mld brl, podczas gdy miesiąc później było to już 3,06 mld brl, pomimo już zaimplementowanego cięcia produkcji.

W lutym zapasy OECD spadły tylko nieznacznie, pozostając 330 mln brl powyżej 5-letniej średniej, będącej ostatecznym celem kartelu. Oznacza to, że po dwóch miesiącach porozumienia wielkość zapasów paradoksalnie wzrosła z 286 mln brl nadwyżki notowanej w grudniu.



Zmiana zapasów ropy w krajach OECD w porównaniu z początkiem roku, źródło: Bloomberg

Z ostatnich kalkulacji Bloomberga wynika, że dopiero w czerwcu – kiedy pierwszy okres całego działania wygasa – poziom zapasów i ich przyrosty w ww. okresie, spadną do pułapu z końca grudnia. Reasumując, okres 6 miesięcy nie wpłynie praktycznie w żadnym stopniu na poziom zapasów, który był (i prawdopodobnie wciąż jest) główną determinantą OPEC.

Podsumowując, nawet mając na uwadze prawdopodobne przedłużenie porozumienia OPEC na drugą połowę roku nie oczekują, że przyniesie to trwały wzrost cen. Amerykańska produkcja powinna ciążyć, trzymając ceny w ryzach (poniżej 55-60$ do końca roku).

Kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakiejkolwiek formie treści zawartych w niniejszym dokumencie bez zgody autora jest zabronione i stanowi naruszenie praw autorskich (podstawa: Dz.U. 1994 Nr 24 poz. 83 i Dz.U.94 nr43 poz.170)

Arkadiusz Balcerowski

E-mail: kontakt@insiderfx.pl
Tel.: 793 385 825

Facebook GooglePlus
Twitter YouTube

Przedstawione w powyższych analizach treści, sporządzone z najwyższą starannością i według najlepszej wiedzy autora, mają charakter wyłącznie informacyjny. Nie stanowią one porady inwestycyjnej, ani rekomendacji w rozumieniu rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. (Dz. U. z 2005 r. Nr 206, poz. 1715) w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Autor nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie powyższych danych, ani za szkody poniesione w ich wyniku.

Kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakiejkolwiek formie treści zawartych w niniejszym dokumencie bez zgody autora jest zabronione i stanowi naruszenie praw autorskich (podstawa: Dz.U. 1994 Nr 24 poz. 83 i Dz.U.94 nr43 poz.170)