

CO NÁM ŘÍKAJÍ CENY ROPY

Není to tak dávno, co mnozí politici a centrální bankéři prohlašovali, že největším problémem je nízká inflace a že udělají „whatever it takes“, aby ji dostali alespoň na úroveň kolem vytoužených 2 %. Dnes je inflace několikanásobně vyšší, zcela se vymkla kontrole a jak už to tak bývá, trh znovu udělil lekci těm, kteří se ho snaží pokořit.

Inflace je dnes každodenní a možná i hlavní téma nejen pro investory, ale také pro většinu domácností a podnikatelů. Jedním z jejích hlavních hnacích motorů je cena energií, především ropy a plynu. Pojdme se nad cenou ropy na chvíli zamyslet nad tím, co nám cena ropy říká.

Je současná cena ropy vysoká?

Opticky to tak vypadá. Současná cena ropy kolem 110 dolarů za barel se v nominálním vyjádření blíží svým historickým vrcholům. Dosavadní vrchol 140 dolarů byl dosažen v létě 2008. Nyní jsme tedy na druhé nejvyšší úrovni. Pokud se však podíváme na cenu ropy v reálném vyjádření, tedy očištěnou o inflaci, potom by vrcholu z roku 2008 v dnešních penězích odpovídala cena kolem 200 dolarů za barel. Tedy cena o 80 % vyšší, než je dnes. Dnešní cena ropy je na stejné úrovni, kde se v reálném vyjádření pohybovala po dobu tří let mezi roky 2011-2014 a obávám se, že má ještě dost potenciálu pro další růst.

Proč by měla cena ropy dále růst?

Protože to naznačuje situace na straně poptávky i na straně nabídky. Trh se zde možná opět chystá pokořit ty, kteří ho nerespektují. Dnešní globální poptávka po ropě se pohybuje kolem 100 miliónů barelů denně. Pro

představu to je asi 6400 olympijských plaveckých bazénů, které je potřeba každý den naplnit ropou. Jeden každých 14 sekund. To jsou obrovská čísla. Důležité je, že poptávka nejen že dlouhodobě roste, ale ještě poměrně dlouho růst bude. Představy některých lidí, že za pár let už nebude žádná ropa potřeba, jsou naivní. Svět, to není jen Kalifornie nebo Německo. Je to také Čína, Indie, Afrika a Latinská Amerika. Spotřeba energie v těchto zemích na hlavu je jen zlomkem toho, co se spotřebovává na bohatém Západě. Nicméně i tito lidé mají ambice výrazně zvyšovat svou životní úroveň. S tím jsou samozřejmě spojeny vyšší nároky na spotřebu energie, v níž hrají ropa a fosilní paliva nezastupitelnou roli. A to nemluvím o všech dalších produktech vyráběných z ropy a plynu, ať už jde o hnojiva, plasty nebo léky. Poptávka po ropě určitě dál poroste.

Nabídková strana má problémy rostoucí poptávku uspokojit. Z globálního pohledu dnes existují jen minimální nevyužité kapacity. Většina zemí OPEC například ani nestačí plnit své kvóty těžby. Nadzemní zásoby ropy jsou nízké, ale celé odvětví trpí především dlouhodobou podinvestovaností z posledních let. Celá nabídková strana musí neustále budovat nové těžební kapacity, protože ty existující se průběžně vyčerpávají a jejich produkce klesá. Nízká cena ropy v letech 2015-2021 stlačila investice do rozvoje těžby na velice nízkou úroveň. Cena ropy jednoduše nebyla dostatečně vysoká na to, aby stimulovala nabídkovou stranu.

Kdy se růst ceny ropy zastaví?

V zásadě je potřeba, aby se buď snížila poptávka, nebo aby se zvýšila nabídka. Nic složitějšího v tom není. Co se týče poptávky, ze střednědobého pohledu by ji nejspíše mohla snížit recese. Pak by se trh s ropou vymanil ze současného napjatého stavu a cena ropy by mohla poklesnout. Řešení by to však bylo jen přechodné, protože jakmile recese odezní, budeme zpátky tam, kde jsme dnes. Na rekordně vysoké poptávce a na rekordně nízkých investicích do rozvoje těžby.

Mnohem lepší řešení by bylo, kdyby na vyšší cenu ropy výrazněji zareagovala nabídková strana zvýšením investic a následně zvýšením svých kapacit. Má to však dva problémy. Těžaři musí vidět, že cena ropy je dostatečně vysoká nejen dnes, ale musí nabýt přesvědčení, že dostatečně vysoká zůstane dostatečně dlouho, aby se jim investice do těžby vyplatily. Druhým problémem je, že doba, po které se zvýšené investice začnou projevovat v rostoucí těžbě, je dlouhá a měří se spíše na roky. Na nabídkové straně rychlé řešení nepřijde.

Pokud bude pokračovat dosavadní trend rostoucí poptávky a nedostatečných investic na straně nabídky, je možné, že řešení bude muset přijít kvůli tak zvané destrukci poptávky způsobené natolik vysokou cenou ropy, že i přes poměrně neelastický tvar její poptávkové křivky to přinese pokles spotřeby. Cena ropy by ale asi musela být ještě podstatně vyšší, než je dnes, protože při aktuální ceně 110 dolarů za barel (a navíc při rekordních rafinérských maržích) ještě skoro žádnou destrukci poptávky nepozorujeme.

Politici to celé ještě zhoršují

Celkové politické klima a kroky různých vlád situaci ještě více zhoršují. Těžařské firmy jsou dnes v podstatě pranýřovány za to, že vůbec ropu těží, banky jim odmítají financovat investice a mnohdy je dokonce i jejich vlastní akcionáři tlačí do omezování těžby. To všechno zvyšuje náklady kapitálu v odvětví a mění motivaci managementů těchto firem. Do žádných velkých investic a rizik se nehrnou. Do toho všeho se navíc pletou politici se snahou dodatečně zdaňovat podle jejich názoru nadměrné současné zisky. V předchozích osmi letech jim nijak nevadilo, že celé odvětví má problém vůbec si vydělávat na náklady kapitálu a celá řada firem i opakovaně prodělávala peníze. Mimochodem, nevíšim jsem si, že by politici volali po dodatečném zdanění nadměrných zisků třeba u Apple a to i přesto, že o jeho ziscích, maržích a volném cash flow si těžaři ropy můžou nechat jenom zdát.

Aby cena ropy klesla, nutně potřebujeme, aby těžařské firmy dosahovaly dlouhodobě velkých zisků a aby jim byly připraveny maximální podmínky pro investice do těžby (ale také do rafinérií, ropovodů a další infrastruktury). Bohužel dnes se pohybujeme přesně opačným směrem. Výsledek to přinese jediný. Jestliže dříve ropným těžařům stačilo k investicím do těžby přesvědčení, že cena ropy se dlouhodobě udrží kupříkladu alespoň na 80 dolarech, dnes možná ke stejnému přesvědčení potřebují cenu dejme tomu 120 dolarů. Když k tomu přidáme tu skutečnost, že vlády svými kroky často ještě i stimulují poptávku po ropě, můžeme čekat dlouhodobě mnohem vyšší cenu ropy než dříve, navíc doplněnou občasnými prudkými skoky nahoru v situacích, kdy celý napjatý sektor nebude schopen uspokojit aktuální poptávku.

Během 18 let fungování Vltava Fund jsme poměrně hodně času a úsilí strávili studiem komoditních trhů a těžařských společností a jeden ze závěrů, ke kterému jsme dospěli, je ten, že krátkodobě je cena komodity určována její poptávkou a dlouhodobě její nabídkou. Nabídková strana dnes potřebuje mnohem vyšší pobídkovou cenu ropy než dříve.

Vliv na inflaci

Proč o tom všem píšu? Podobné argumenty, jako jsem použil pro trh s ropu, by šly použít i pro další komodity. Celkově se domnívám, že jsme v poměrně časných fázích dalšího tak zvaného komoditního super cyklu, kdy nás čeká delší období vysokých cen komodit způsobených kombinací rychle rostoucí globální poptávky a dlouhodobé podinvestovanosti na straně nabídky. Což znamená, že karty jsou rozdány pro to, abychom mohli očekávat delší období nadprůměrně vysoké inflace. Centrální banky jsou více méně všude ve světě daleko pozadu za vývojem inflace a zatím se jim nedaří ji krotit. Inflace pravděpodobně brzy klesat začne, nicméně dá se očekávat, že zůstane na delší dobu poměrně vysoká. Skutečný test nastane v situaci, kdy centrální banky zjistí, že už dále nemůžou úrokové sazby zvedat, protože by se dostaly za úroveň únosnou pro financování vládních deficitů a dluhů, a přitom bude inflace stále příliš vysoká. Pravděpodobně budou donuceny znovu spustit nákupy dluhopisů a držet sazby dole. Pomoci by jim v této situaci mohla úspěšná opatření v rozpočtech vlád, ale něčeho takového se už asi nikdy nedočkáme. Musíme být tedy připraveni na svět, ve kterém peníze budou ztrácet svou hodnotu ještě rychleji než dosud.

Změny v portfoliu.

Koupili jsme akcie Cenovus Energy. Je to po deseti letech poprvé, co se v portfoliu Vltava Fund objevil těžař ropy. Cenovus je kanadská integrovaná energetická společnost se sídlem v Calgary. Je třetím největším kanadským producentem ropy a zemního plynu, druhým největším kanadským rafinářem a spojuje vysoce kvalitní a nízkonákladová aktiva v oblasti ropných písků a těžké ropy s rozsáhlou následnou infrastrukturou.

Investice v tomto sektoru nejsou vůbec jednoduché. Je to cyklické odvětví, ve kterém není snadné si vybudovat konkurenční výhodu, pracuje se s dlouhými investičními horizonty a často i s velkým dluhem. Mnoho společností má problém dlouhodobě vytvářet dostatečné volné cash flow. Naše zkušenosti nás vedou k tomu, že je potřeba dát přednost společnostem, které už dnes mají vysokou úroveň těžby, takže už skutečně těží z dobré ceny ropy a nespolehají se na kapacity teprve uvedené do chodu v budoucnosti. Společnostem, které mají rozumné provozní náklady, nízký dluh a velmi dlouhodobé zásoby, jejichž rozvoj nespolyká všechen vytvořený zisk. Toto všechno Cenovus Energy podle našeho názoru splňuje a navíc má jasnou a velmi akcionářsky prospěšnou alokaci kapitálu.

Není na tuto investici už pozdě? Jistě, bylo by lepší, kdybychom Cenovus koupili třeba před rokem. Ze zpětného pohledu je všechno jasné, ale i my jsme potřebovali nějaký čas na to, abychom dospěli k závěrům, které jsem popsal výše. Jsme si vědomi toho, že se můžeme v našich analýzách mýlit, ale nedomníváme se, že je na tyto investice pozdě. Celé „oil and gas“ odvětví má v indexu S&P 500 menší zastoupení než samotný Apple. Apple je výborná

společnost, jeho výrobky obdivujeme a jsme i jeho akcionáři prostřednictvím naší investice do Berkshire Hathaway. Současně ale musím připustit, že pokud by Apple zítra zmizel ze světa, nic moc by se nestalo. Život by šel normálně dál. Pokud by však zítra zmizely ze světa společnosti těžící ropu, život by se zastavil.

To moc nedává smysl. Investoři nejenže v tomto odvětví nejsou moc zainvestovaní, ale ani o tom moc ještě neuvažují. V průběhu června jsem byl na dvou větších investičních konferencích. V Madridu a v Zurichu. V Madridu jsem si vyslechl 17 prezentací jednotlivých akciových investičních příležitostí a jen jedna z nich se týkala těžby ropy. V Zurichu nás bylo asi 50 investorů z celého světa a během tří dnů přišla řeč na řadu zajímavých témat. Těžba ropy však mezi nimi chyběla. Ne, opravdu to momentálně není pro investory hlavní konsenzuální téma.

Tomu odpovídá i futures křivka ropy. Ta má klesající sklon a ukazuje, že trh očekává postupný pokles ceny ropy. Myslím, že tak nějak zobrazuje názor většiny. Nicméně si myslím, že se zde trh plete. Víím, že je to odvážné tvrzení, ale nebylo by to nic neobvyklého. Před rokem tato křivka předpovídala, že ropa dnes bude stát kolem 65-70 dolarů. Stojí 110. Loni v létě také tato křivka předpovídala, že na konci roku 2024 bude ropa stát 55 dolarů. Dnes už předpovídá 76 dolarů. Postupně se posunuje nahoru, ale stále zůstává příliš nízko. Pokud analytici oceňují ropné společnosti, zpravidla vycházejí z těchto očekávaných budoucích cen. Cena akcií Cenovus Energy dnes v sobě také implicitně předpokládá, že ropa bude postupně a dlouhodobě klesat. My si to nemyslíme, a proto považujeme akcie za levné.

Vysoké ceny energií nás nijak netěší, stejně jako nemáme radost z vysoké inflace. Inflace je vlastně taková skrytá forma zdanění jak majetku, tak příjmů. Jednou z mála věcí, kterou v tomto ohledu můžeme udělat, je přizpůsobit tomu některé naše investice. Takže až zase příště budete u benzinky platit za benzín novou rekordní cenu, může vám částečnou útěchu poskytnout pomyslení, že vlastníte investici, která vám tyto zvýšené náklady může částečně kompenzovat.

Co se týče akciových (i dluhopisových) trhů obecně, tak ty letos připravily investorům jedno z nejhorších prvních pololetí v historii. V podstatě celých šest měsíců se střídala období mírnějších poklesů s obdobími prudších větších propadů. Náš fond si vede lépe než trhy, ale i tak je to taková menší zkouška trpělivosti. Snažíme se držet si chladnou hlavu a dívat se daleko za horizont aktuálního dění. V minulosti se nám to zpravidla vyplatilo. Za 18 let existence Vltava Fund už podobných přechodných poklesů proběhlo nespočet a zcela jistě se jim nevyhneme ani v budoucnu.

Historická data týkající se našeho portfolia, která máme k dispozici, ukazují, že tak levné, jak jsou naše akcie teď na konci června, byly naposled v polovině dubna 2020. Od té doby do konce roku 2021 potom vzrostly přibližně o 60%. Za posledních deset let se vyskytly jen dva velmi krátké okamžiky, kdy byly naše akcie levnější, než jsou dnes. Prvním byly Vánoce roku 2018 a druhým dno covidového propadu v březnu 2020. V obou případech potom naše portfolio výrazně rostlo.

Daniel Gladiš, červenec 2022

Pro více informací

Navštivte www.vltavafund.com

Napište investor@vltavafund.com

Sledujte www.facebook.com/vltavafund a <https://twitter.com/danielgladis>

DISCLAIMER

Fond je licencován Malta Financial Services Authority (MFSA) jako Alternative investment fund .

Fond je zapsaný na seznamu České národní banky v kategorii Zahraniční fondy srovnatelné s fondy kvalifikovaných investorů (bez EuSEF a EuVECA) obhospodařované obhospodařovatelem oprávněným přesáhnout rozhodný limit.

Tento dokument vyjadřuje názory autora v době, kdy byl napsán a je určen výhradně pro edukativní účely.

Naše odhady a projekce týkající se budoucnosti jsou založeny na důkladné analýze. Přesto mohou být a pravděpodobně i občas budou chybné. Nespolehejte na ně a při svých investičních rozhodnutích vezměte v úvahu i vlastní názor. Odhad vnitřní hodnoty akcie nutně obsahuje prvky subjektivity a může se ukázat jako příliš optimistický nebo naopak příliš pesimistický. Dlouhodobá konvergence ceny akcie a její vnitřní hodnoty je pravděpodobná, nikoliv však garantovaná.

Data potřebná pro sestavení tohoto dokumentu jsou čerpána ze spolehlivých zdrojů, nemůžeme však garantovat jejich stoprocentní bezchybnost nebo přesnost.

Informace obsažené v tomto komentáři mohou obsahovat prohlášení, která, pokud nejsou citacemi historických skutečností, tvoří „výhledová prohlášení“ ve smyslu platných zahraničních právních předpisů o cenných papírech. Tato prohlášení mohou obsahovat finanční a jiné předpoklady, stejně jako prohlášení o našich budoucích plánech, cílech nebo hospodářských výsledcích anebo odhady na tom založené. Jakákoli taková výhledová prohlášení vycházejí z předpokladů a rozborů provedených fondem na základě jeho zkušeností a vnímání historických trendů, současného stavu a očekávaného budoucího vývoje i dalších skutečností, které považujeme za

daných okolností za vhodné. To, zda budou skutečné výsledky a vývoj odpovídat našemu očekávání a předpovědím, však závisí na množství rizik, předpokladů a nejistých skutečností. Při hodnocení výhledových prohlášení by měli čtenáři zvláště zvažovat různé faktory, které by mohly způsobit, že se skutečné události anebo výsledky zásadně liší od těch, jež jsou uvedeny v takových výhledových prohlášeních. Pokud platné právní předpisy o cenných papírech nevyžadují jinak, nemáme v úmyslu, ani se nezavazujeme aktualizovat či upravovat výhledová prohlášení tak, aby odrážela následně informace, události, výsledky, okolnosti či jiné skutečnosti.

Tento komentář nepředstavuje, není součástí, ani by neměl být vykládán jako jakákoli nabídka k prodeji nebo úpisu nebo výzva k nabídce koupě či úpisu cenných papírů fondu , ani jako investiční doporučení týkající se zmíněných konkrétních akcií.

Před úpisem by měli potenciální investoři vyhledat nezávislé odborné poradenství, pokud jde o maltské či jakékoli jiné zahraniční právní předpisy týkající se nabývání, držení či zpětný prodej akcií Fondu nebo výplaty akcionářům.

Akcie fondu nebyly a nebudou registrovány podle amerického zákona o cenných papírech z roku 1933, v platném znění („Zákon z roku 1933“) nebo podle předpisů o cenných papírech kteréhokoli jiného státu. Podle amerického zákona o investičních společnostech z roku 1940 („Zákon z roku 1940“) není fond registrovanou investiční společností.

Akcie fondu nesmějí být nabízeny investorům v České republice v rámci veřejné nabídky, jak se uvádí v § 34 odst. 1 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu („Zákon o podnikání na kapitálovém trhu“).

Výnosnost v jakémkoli období v minulosti nemusí nutně znamenat, že podobné výsledky lze očekávat i v budoucnosti. Výnosy u jednotlivých investic jsou neauditované, jsou uváděny v přibližné výši a mohou zahrnovat dividendy i opce.