

DEMISTIFICIRANJE CIJENE NAFTE

U zimu 2003 godine, pred kraj moje brokerske karijere i samo nekoliko tjedana prije nego što sam postao trader, nazvao me jedan klijent sa zahtjevom da proda call opciju na naftu na 45\$. Tada se je nafta kretala na između 20\$ i 30\$. On je čitao u novinama da je volatilnost nafte velika (i bila je neobično velika za te dane) i da su call opcije na izrazitoj premiji. Ja sam ubacio njegove prijedloge u naš model za izračunavanje opcija i dobio da bi on mogao zaraditi nekoliko stotina dolara za 3 mjeseca na toj poziciji. Iako sam ja znao da je on već odlučio što će napraviti, na kraju me je ipak pitao pitanje koje uništi sve investitore (kada počnu sami u sebe sumnjati): da li je ovo pametan potez? Moj odgovor je bio: ako nafta ode iznad 45\$ po barelu, onda će on imati puno više problema od nekoliko kratkih call opcija.

Danas je nafta daleko iznad 100\$ i sama cijena nafte je jedan od manjih problema s kojima se svakodnevno susrećemo. Pritišće nas i cijena hrane, cijena struje, inflacija raste, realni tečaj aprecira i naravno benzin je bliže 10 HRK nego 9 HRK.

Očigledno je pitanje kako je došlo do toga? Što je uzrokovalo da se cijena nafte u samo nekoliko godina poveća 5 puta. Prije nego što prijeđemo na teorije zavjere kako netko manipulacijom naftom želi zavladata svijetom i uništiti srednju klasu idemo prvo razumjeti cijenu nafte.

Prva činjenica je da se nafta najviše trguje na NYMEX (New York Merchantile exchange), za razumijevanje načina trgovanja naftom i ostalim terminskim ugovorima pogledati Andrijanić (2002)¹, gdje je trgovanje još uvijek putem javne licitacije u rupi, a kompjuterskoga trgovanja ima jako malo. Javna licitacija je najbolji način trgovanja, ali je problem što postoji ljudski faktor. Javna licitacija uzrokuje da je likvidnost relativno snižena u usporedbi sa kompjuterskim trgovanjem, a da je volatilnost povećana. Imajući na umu ove dvije činjenice jasno je da nafta i ostali naftni derivati kojima se trguje na NYMEX imaju puno veće cjenovne oscilacije za razliku od valuta ili eurodolara s kojima se trguje isključivo elektronski.

Druga činjenica je da kada pročitate cijenu nafte u novinama, novinari obično citiraju vrijednosti sa terminskih tržišta. Tako cijena nafte od 135\$ je obično cijena nafte po terminskome ugovoru koji će tek dospjeti, a ne cijena nafte na stvarnome tržištu. Treba biti objektivan i napomenuti da cijena nafte na stvarnome i terminskome tržištu se ne razlikuje puno, ali ipak postoje značajne razlike i može doći do značajnoga razilaženja između cijena na stvarnome i terminskome tržištu.

Treće je da cijena nafte, naročito cijena nafte na terminskome tržištu, nam govori o očekivanim cijenama, a ne o stvarnim cijenama. Upravo ovdje leži najveći uzrok visoke cijene nafte. Uzmimo jednostavan primjer, recimo da imate 5 kg brašna, danas nećete praviti nikakve kolače. Dakle danas imate više brašna nego što trebate, ali da li imate dovoljno brašna za sljedećih tjedan dana? Mjesec dana? Godinu dana? Nafta je ograničeni resurs! Danas prevladavaju očekivanja da je budućna potrošnja nafte biti daleko iznad moguće proizvodnje. Upravo zbog tih ugrađenih očekivanja cijena nafte danas ide gore, a ne kada stvarno znanstvenici objave da nafte ima sve manje, a da mi naftu trošimo sve više. Na ovo treba dodati i rastuće ekonomije zemalja u tranziciji i naravno Indiju i Kinu. Ove dvije zemlje imaju nekoliko **stotina** miliona potencijalnih vlasnika automobila. Zamislite samo ako svaki

¹ Ovo je odlična knjiga za sve one koji žele shvatiti osnove terminskih tržišta.

peti kineski ima automobil o kakvoj potrošnji benzina se radi. Tako da je **buduća** kineska i indijska potrošnja ulazi u rast cijena, a ulaziti će i dalje.

Trebamo detaljnije analizirati činjenicu da je nafta ograničeni resurs. Nafta ima jako puno, ali je nema za vječnu upotrebu. Isto tako "nova nafta" koja se tek otkriva ima jako visoku cijenu izvlačenja, odnosno ona postoji (upotrebljiva je) samo ako je cijena nafte na tržištu toliko velika da je naftu profitabilno izvlačiti. Ako je trošak izvlačenja nafte 50\$ po barelu, a cijena nafte na tržištu je 25\$ po barelu takva nafta kao da i ne postoji. Upravo toga moramo biti svjesni kada govorimo o cijeni nafte. Iz ove perspektive nafta ima koliko god hoćete samo je pitanje da li je cijena izvlačenja ekonomski prihvatljiva.

Četvrti razlog rasta cijena nafte je ogroman ulaz špekulantskih sredstava na naftno tržište. Kapital je danas izrazito mobilan i kao takav kontinuirano traži tržišta na kojima može ostvariti najviši povrat. Kada su investitori primijetili da ulaganje u naftu daje dobre povrate počeli su ulagati u naftu. Takvo ulaganje uzrokuje rast cijena i predstavlja samo-ostvarujuće proročanstvo. Ako svi vjeruju da će nešto poskupiti, onda kupuju to dobro i naravno zbog povećane potražnje to dobro i poskupi. Proročanstvo se samo od sebe ostvari.

Iz ove analize je jasno da je visoku cijenu nafte uzrokovala multidimenzionalnost problema. Ograničeni resursi, jaka očekivanja, velika volatilnost sve su elementi koji su uzrokovali cijenu nafte. Od svih razloga samo je nafta kao ograničeni resurs jedini razlog koji stvarno dugoročno može uzrokovati povećanje cijena nafte, ostali su špekulativni razlozi i samo uzrokuju povećavanje amplitude promijene cijene na tržištu. Implikacija preplitanja svih faktora znači da nafta treba biti skupa, ali da je sada možda malo pre skupa.

Nadam se da je ova analiza barem malo uspjela razbiti predodžbe o globalnim zavjerama obitelji Bush i tekšaškoga naftnoga lobija koji žele zavladata svijetom.

Sada moramo istražiti kako rast cijena nafte znači za naš svakodnevni život. Barski i Killian (2001) pokazuju da nafta nema veliki utjecaj na američku ekonomiju. Njihov rad pokazuje da cijena nafte nikako nema utjecaj kao što se mislilo, odnosno da je stagflacija iz 1970-ih u SAD nije bila uzrokovana rastom cijena nafte. To je naravno točno, pogledajte američku ekonomiju iz 1974 s dvocifrenom inflacijom i nezaposlenošću, a nafta je otišla sa 3,12\$ 1967 godina na 12,21\$ 1975. Skoro isti postotni rast se je dogodio u zadnjih nekoliko godina, nafta je 22,81\$ po barelu u 2002 godine otišla na 135\$ po barelu u 2008, ali danas američka ekonomija nema dvocifrenu nezaposlenost ili inflaciju. Štoviše i nezaposlenost i inflacija su ispod 5%. Logički slijedi da rast cijena nafte nije uzrok recesiji. Jasno je da nafta nema ogroman učinak na veliku ekonomiju kao SAD, ali što je s Hrvatskom?

Mi smo mala otvorena ekonomija koja je podložna vrlo velikome prometu i roba i kapitala. Takva struktura ekonomije uzrokuje da i mali ekonomski šokovi mogu imati znatno veću amplitudu utjecaja na našu ekonomiju nego što imaju na Američku. Upravo zbog toga je kontrola strukture ekonomije jako važna za Hrvatsku, ovo je vidljivo iz Santini (2008). Ali isto tako, s obzirom da smo mali, imamo puno više manevarskoga prostora za suzbijanje šokova, ali za suzbijanje ekonomskih šokova je potrebno detaljnije planiranje, a ne samo "horuk sada ovo" tip politike. Upravo iz ovih razloga u Hrvatskoj se događa da se inflacija koja je bila mirna godinama, najednom eksplodira. Inflacija i ekonomski problemi se nikada ne trebaju rješavati neto se trebaju sprečavati. Treba imati na umu da rast cijena nafte nije uzrokovala inflaciju u Hrvatskoj, ali je sigurno dala toj inflaciji podlogu i jačinu.

Karakteristika cijena nafte je da kada su se maknule iz jednoznačenosti u dvoznačenosti brojke, nikada se više nisu spustile. Danas je pre rano reći gdje će nafta otići. Ako me je moje iskustvo kao tradera bilo što naučilo onda je da kada s tržištem koje se udvostruči u cijeni u jednoj godini i onda se ponovo udvostruči u sljedećoj godini treba biti jako oprezan. Kao što

smo pokazali u ovome članku cijena nafte je primarno satkana od dva elementa: stvarnih količina nafte koje postoje i očekivane potrošnje u budućnosti.

Ipak treba nam svima biti jasno da je potražnja za naftom jaka i da će sve više jačati. Tako da ću vam reći isto što sam rekao i svojem klijentu: ako nafta ode na 200\$ imati ćemo puno više problema od samo cijene nafte i benzina.

Neven Vidaković

1. Andrijanić, Ivo Poslovanje na robnim burzama 2002 četvrto izdanje 270 stranica
2. Barsky, Robert; Lutz Killian Do We Really Know that Oil Caused the Great Stagflation? A Monetary Alternative B. Bernanke and K. Rogoff eds. , NBER Macroeconomics Annual 2001, May 2002, 137-183.
3. Hamilton, J.D Oil and the macroeconomy since World War II Journal of political economy, 91 228-248 1983
4. Santini, Guste Učinci ekonomske politike u Hrvatskoj u razdoblju 1994-2007 www.rifin.com 2008