
VPLYV ŠPEKULÁCIÍ NA VÝVOJ CIEN ROPY

Ing. Jana Drutarovská

ABSTRAKT

V súčasnosti patrí ropa medzi najsledovanejšie komodity a vývoj ceny ropy má významný vplyv na svetové hospodárstvo. Výrazná fluktuácia ceny ropy v poslednom desaťročí sa často pripisuje vplyvu nadmernej špekulácie na komoditných derivátových trhoch, kde sa obchoduje predovšetkým s ropnými futuritnými kontraktmi. V predkladanom článku sa budeme venovať charakteristike ropného trhu z hľadiska potenciálneho priestoru pre špekulatívne správanie subjektov, komparácii rôznych konceptov špekulácie a miery vnímania tohto fenoménu ako faktora determinácie ceny ropy.

Kľúčové slová: špekulácia, cena ropy, futuritné kontrakty

ABSTRACT

Currently, oil is the most monitored commodity and its price has a significant impact on the world economy. Considerable fluctuations of oil prices in the last decade are often attributed to the excessive level of speculations in commodity derivative markets where oil futures are traded. In the present article we describe characteristics of the oil market in terms of potential space for speculative behavior of entities, provide comparison of different concepts of speculation and deal with perception of this phenomenon as a one of the factors determining oil prices.

Key words: speculation, oil price, futures

JEL: D84

ÚVOD

Nepopierateľná dôležitosť a význam ropy ako energetickej suroviny v súčasnom svete viedla mnohých autorov k skúmaniu faktorov, ktoré vplyvajú na vývoj jej ceny. Zmenu ceny ropy ovplyvňujú mnohé faktory, medzi ktoré patrí globálny ekonomický rast, na ktorý je naviazaný fyzický dopyt po rope, úrokové sadzby a výmenné kurzy, a to najmä v súvislosti s americkým dolárom, v ktorom sa táto komodita obchoduje. Ďalšími faktormi sú sezónnosť a počasie, rozhodnutie krajín patriacich do organizácie OPEC o výške produkcie, ponuka krajín nepatriacich do OPECu, stav komerčných zásob, geopolitické faktory.¹ Okrem spomínaných faktorov na vývoj cien ropy majú v súčasnosti dopad aj špekulácie a subjekty, ktoré sa snažia generovať zisk na základe fluktuácie a citlivosti ceny ropy. V predkladanom článku sa budeme venovať vplyvu špekulácií, zhmotnených najmä v derivátových kontraktoch naviazaných na ropu, na vývoj jej ceny.

¹ VEJMEĽKA, P.: *Faktory vplývajúce na vývoj ceny ropy*. [online] In: TRIMbroker [Cit. 25.10.2012] <<http://www.trimbroker.com/article/financne-vzdelavanie/online-financne-vzdelavanie/obchodujem-faktory-plyvajuca-na-cenu-ropy>>

1 Funkcia ropného trhu

Podľa základnej definície trhu ako mechanizmu, kde sa na základe stretu strany ponuky a dopytu určuje cena, môžeme ropný trh definovať ako miesto, kde sa stretáva dopyt a ponuka po rope s primárnou funkciou určenia jej ceny. Najvýznamnejšími ropnými trhmi sú dve medzinárodné komoditné burzy, kde sa obchoduje prevažne s ropnými futuritnými kontraktmi: americká New York Mercantile Exchange (NYMEX) a londýnska Intercontinental Exchange (ICE), na ktorých sa určuje cena dvoch ropných štandardov – ropy Brent Crude a ropy West Texas Intermediate (skratka WTI). Geografický pôvod ropy Brent Crude je Severné more a stala sa štandardom na určovanie ceny ropy pochádzajúcej z Európy, Ázie, Afriky a Blízkeho východu. Cena ropy West Texas Intermediate sa používa pri kontraktoch obchodovaných na burze New York Mercantile Exchange v Spojených štátoch.²

Ďalšou dôležitou funkciou ropného trhu, zvýraznenou najmä prvým ropným šokom v roku 1973, je transfer, diverzifikácia a zaistenie rizika, ktoré plynie z výraznej fluktuácie ceny ropy. V roku 1978 na burze NYMEX predstavili prvý ropný finančný kontrakt obchodovaný na burze, a tým bol futuritný kontrakt na vykurovací olej. Po veľkom úspechu a obľúbenosti tohto finančného derivátu naviazaného na ropu, nasledovalo v roku 1983 predstavenie ďalšieho futuritného kontraktu naviazaného na cenu ropy West Texas Intermediate. Od roku 1990 sa celosvetovo obchodovalo na burzách s 10 aktívnymi ropnými futuritnými kontraktmi, ktorých denný objem predstavoval 150 miliónov barelov, čo bolo o 130% viac ako denný fyzický dopyt po rope v tom čase. V roku 2009 objem všetkých obchodovaných ropných futuritných kontraktov narástol na 600 miliónov barelov a tento nárast bol ekvivalentný 7 násobku denného objemu dopytu po rope v danom období.³

Kľúčových hráčov, respektíve subjekty na ropnom trhu, môžeme rozdeliť na komerčných a nekomerčných investorov. Tzv. komerčnými obchodníkmi s ropou sú najmä producenti a spotrebiteľia ropy, ako energetické alebo letecké spoločnosti, ktoré sa snažia zaistiť svoje kontrakty formou hedgingu pred nepriaznivým vývojom ceny ropy. Medzi tzv. nekomerčných investorov patria napríklad investičné banky a hedgeové fondy. V súčasnosti je výrazným trendom na ropnom trhu skutočnosť, že počet nekomerčných investorov so stúpajúcou tendenciou presahuje počet tradičných komerčných investorov. Okrem toho, rozlíšenie medzi komerčnými a nekomerčnými investormi sa postupne stiera, pretože nekomerční investori môžu vstúpiť do swapových kontraktov, ktoré im sprostredkujú komerční investori.⁴ Graf 1 zobrazuje rastúci trend podielu nekomerčných investorov na ropnom trhu od roku 1995. Kým na začiatku roku 1995 nekomerční investori predstavovali približne 20% z celkového množstva subjektov obchodujúcich na ropnom trhu, v roku 2009 sa tento podiel viac ako zdvojnásobil a dosiahol vyše 50% podiel. Zvýšený podiel nekomerčných investorov na ropnom trhu mal za následok aj zvýšenie množstva obchodovaných ropných futuritných kontraktov, ktorý v rovnakom sledovanom časovom období vzrástol viac ako 6 násobne (z približne 500 000 kontraktov v roku 1995 na vyše 3 000 000 kontraktov v roku 2009).⁵ Tento rastúci podiel nekomerčných investorov sa často spája s rastom nadmernej špekulácie, ktorá má následne vplyv na determináciu ceny ropy. Hlbšej charakteristike tohto konceptu vnímania špekulácie sa budeme venovať v nasledujúcich kapitolách.

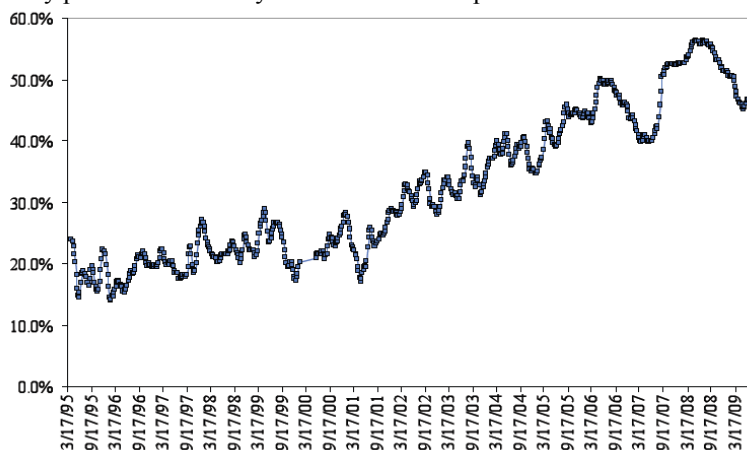
² Z kvalitatívneho hľadiska je ropa Brent Crude menej kvalitnou v porovnaní s ropou West Texas Intermediate, pretože súčasťou jej obsahu je vyššia zložka síry, a tým sa sťažuje jej spracovanie a znižuje jej kvalita. Jej cena preto býva spravidla nižšia ako cena ropy WTI.

³ MEDLOCK, K.B.: *Who is on the oil futures market and how has it changed?* 2009. S. 7.

⁴ BERKMEN, P.: *The Structure of the Oil Market and Causes of High Prices*. [online] In: IMF, 21.09.2005. [Cit. 25.10.2012] <<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2005/092105o.htm>>

⁵ MEDLOCK, K.B.: *Who is on the oil futures market and how has it changed?* 2009. S. 10.

Graf 1: Trhový podiel nekomerčných investorov na ropnom trhu 1995 – 2009



Prameň: MEDLOCK K.B.: Who is on the oil futures market and how has it changed?, 2009, s. 10.

2 Vývoj ceny ropy

Historické skúsenosti 20. storočia, akými boli najmä ropné šoky, významné geopolitické udalosti či prírodné katastrofy, demonštrovali obrovský vplyv fluktuácie ceny ropy na svetové hospodárstvo a môžeme konštatovať, že v súčasnosti patrí ropa, nielen z hľadiska dôležitosti vývoja jej ceny, medzi najsledovanejšie komodity. V práci sa budeme sústreďovať na špecifické obdobie poslednej dekády od roku 2002 – 2012, v ktorom vnímame výrazný rast ceny ropy, ktorý mnohí autori pripisujú vplyvu nadmernej špekulácie na komoditných derivátových trhoch. Niektorí autori pripisujú zvýšenie ceny ropy WTI na úroveň vyššiu ako 120 dolárov za barel v priebehu tohto obdobia za jeden z faktorov, ktoré vedú k záveru, že sa svet pomaly blíži k dosiahnutiu vrcholu ťažby ropy.⁶

Kým v roku 2002 sa priemerná ročná cena ropy pohybovala približne na úrovni 26 dolárov za barel, v roku 2012 vzrástla táto cena viac ako 4 násobne a presiahla úroveň 112 dolárov za barel (Tabuľka 1). Počas sledovanej dekády pozorujeme predovšetkým nárast ceny ropy, ktorý sa netvorí na základe skutočného fyzického dopytu a ponuky po rope. Vznikajú domnienky, že ropný trh a nárast cien ropy v období 2005 – 2010 je priamo ovplyvnený bublinou, ktorá sa rozšírila a preniesla z trhu subprime hypoték v čase hypotekárnej krízy na ropný trh.⁷ Na hypotekárnom trhu Spojených štátov v danom období významnú časť dopytu po nehnuteľnostiach tvoril špekulačný dopyt, t. j. kúpa nehnuteľnosti nie s cieľom bývať, ale s cieľom predať ju ďalej so ziskom.⁸

Aktuálna ročná správa organizácie krajín vyvážajúcich ropu - OPEC (World Oil Outlook 2011) pri súčasnej ropnej cenotvorbe zvýrazňuje vplyv špekulatívnej aktivity subjektov na americkej burze NYMEX, ktorá v prvom štvrtroku roku 2011 dosiahla rekordné ukazovatele. V polovici marca 2011 množstvo obchodovaných futuritných kontraktov naviazaných na ropu WTI presiahlo 1,5 milióna, čo predstavovalo 18-krát vyšší obchodovaný objem ropy ako bolo denné obchodované fyzické množstvo.⁹ V správe sa ďalej konštatuje, že

⁶ GREŠŠ, M.: *Ropa a jej budúcnosť*. 2008. S. 106.

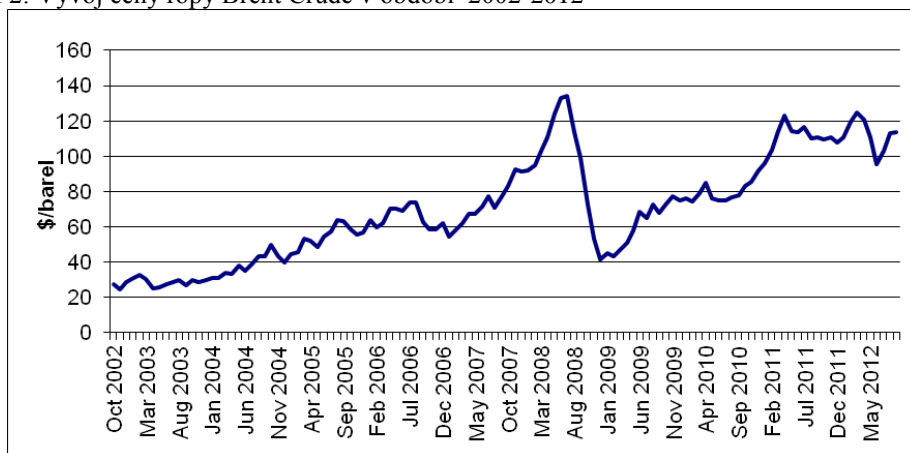
⁷ MUSTAPHA, U.M.: *The Role of Speculation in the Determination of Energy Prices*. 2012. S. 2.

⁸ GRANČAY, M.: *Hypotekárny trh USA ako faktor súčasnej globálnej krízy*. 2008. S. 921.

⁹ WORLD OIL OUTLOOK 2011. In: OPEC. S. 26.

neštandardné pohyby cien v roku 2008 (keď v júli cena OPEC referenčného koša¹⁰ predstavovala 141 dolárov za barel a na konci toho istého roku sa prepadla na 33 dolárov za barel) sú evidentným dôkazom, že ceny ropy sa v danom období riadili špekulatívnym správaním subjektov na ropnom trhu a nie základnými trhovými ukazovateľmi.

Graf 2: Vývoj ceny ropy Brent Crude v období 2002-2012



Prameň: Vlastné spracovanie podľa údajov Index Mundi.

<<http://www.indexmundi.com/commodities/?commodity=crude-oil-brent&months=120>>

Tab. 1: Ročná priemerná cena ropy Brent Crude v období 2002 - 2012

Rok	Cena v USD/barel	Ročná zmena v %
2002	26,86	-
2003	28,85	7,40
2004	38,30	32,80
2005	54,43	42,10
2006	65,39	20,13
2007	72,71	11,19
2008	97,66	34,31
2009	61,86	-36,66
2010	79,63	28,73
2011	110,95	39,33
2012	112,46	1,36

Prameň: Vlastné spracovanie podľa údajov Index Mundi.

<<http://www.indexmundi.com/commodities/?commodity=crude-oil-brent&months=120>>

¹⁰ OPEC referenčný kôš (OPEC Reference Basket, skratka ORB) vyjadruje vážený priemer cien ropy krajín patriacich do OPECu. V súčasnosti tento kôš zahŕňa alžírsku ropu Saharan Blend, ekvádorskú ropu, iránsku ropu Iran Heavy, kuvajtskú ropu Kuwait Export, líbyjskú ropu Es Sider, nigérijskú ropu Bonny Light, katarskú ropu Qatar Marine, saudskoarabskú ropu Arab Light, ropu zo Spojených Arabských Emirátov Murban, venezuelskú ropu BCF 17 a angolskú ropu Girassol.

3 Použitie finančných derivátov na ropnom trhu

Najefektívnejší spôsob, akým sa subjekty snažia ochrániť pred rizikom z pohybu cien ropy na ropnom trhu je preniesť riziko na subjekt, ktorý je schopný ho uniesť. Na spomenutých komoditných trhoch sa táto diverzifikácia rizika uskutočňuje prostredníctvom finančných derivátov. Podľa Medzinárodného menového fondu definujeme finančné deriváty vo všeobecnosti ako kategóriu, ktorá pokrýva finančné nástroje, ktoré sú naviazané na iné finančné nástroje, ukazovatele alebo komodity, s ktorými sú spojené určité finančné riziká (napríklad riziko úrokovej miery, devízové riziko, akciové riziko, kreditné riziko, komoditné riziko), a ktoré sú predmetom obchodovania na finančných trhoch.¹¹ Deriváty sú finančné produkty, ktorých hodnota je odvodená, derivovaná od hodnoty určitého finančného nástroja ukazovateľa alebo komodity, ktoré nazývame podkladové aktívum (angl. underlying). Obchodovanie s derivátmi predstavuje uzavretie kontraktu, dohodu zmluvných strán, predmetom ktorej je nákup, respektíve predaj určitého podkladového aktíva v budúcnosti za vopred dohodnutú cenu. Cena derivátového obchodu je určená hodnotou, ktorá je odvodená od hodnoty podkladového aktíva. Hlavnou úlohou derivátových kontraktov je poskytnúť investorovi finančne nenáročný spôsob kontroly rizika.

Deriváty spôsobujú, že budúce riziko sa stáva obchodovateľným. Jedným z hlavných dôvodov, prečo sa obchoduje s derivátmi je eliminácia neistoty prostredníctvom výmeny trhových rizík, známa pod pojmom *hedging* (zaistenie). Deriváty slúžia ako poistenie proti nechceným a nečakaným fluktuáciám cien (v analyzovanom prípade, cien ropy). Derivátové kontrakty, ktoré chce spoločnosť použiť ako zaistenie pred potenciálnymi rizikami nie sú pre danú spoločnosť špekulatívnej povahy. Naopak, investor, ktorý hedging poskytuje, sprostredkováva derivátový obchod na základe špekulácie.¹² Správne použitie derivátov prináša pre spoločnosť benefity, akými sú zvýšenie predvídavosti, nižšie kapitálové požiadavky a vyššia kapitálová produktivita. Výhody obchodovania s derivátmi spôsobili, že v súčasnosti viac ako 90% z 500 najväčších svetových spoločností riadi cenové riziko práve obchodom s derivátmi.¹³

Najčastejšie obchodovanými derivátmi v prípade ropného trhu sú ropné futuritné kontrakty. Futurita je štandardizovaný forwardový kontrakt, ktorý je obchodovaný na derivátovej burze. Predmetom obchodu je nákup/predaj dohodnutého podkladového aktíva v budúcnosti za vopred stanovenú cenu. Na rozdiel od forwardového kontraktu, ktorý je bilaterálnym súkromným obchodom medzi zmluvnými stranami, futurita je verejným kontraktom. Aj keď je koncept forwardových a futuritných kontraktov rovnaký (poskytuje spôsob ako v súčasnosti uzamknúť cenu transakcie, ktorá prebehne v budúcnosti), implementácia týchto derivátov predstavuje výrazne odlišný proces. Kým forwardové kontrakty sa uzatvárajú medzi dvoma zmluvnými stranami, ktoré sú si navzájom známe, futuritné kontrakty sú obchodované na burze. To znamená, že transakcie vykonávajú sprostredkovatelia obchodujúci na burze (brokeri, makléri). Ani jeden futuritný kontrakt nevykonávajú samostatne zmluvné strany, obchody sú založené na anonymite, to znamená, že zmluvne strany sa navzájom nepoznajú. Prvok anonymity vnáša do futuritného kontraktu riziko. Hlavným dôvodom prečo zmluvná strana vstupuje do kontraktu s anonymnou zmluvnou stranou je, že burza, ktorá umožňuje uzatváranie futurít zároveň ručí za všetky obchody. Na rozdiel od

¹¹ IMF: *Financial Derivatives*. [online] [Cit. 28.10.2012] <<http://www.imf.org/external/np/sta/fd/index.htm>>

¹² BHANDARI, A.: *How Companies Use Derivatives for Hedging & Risk Management*. [online] In: CoolAvenues, 15.11.2010. [Cit. 30.10.2012] <<http://www.coolavenues.com/mba-journal/finance/how-companies-use-derivatives-hedging-risk-management>>

¹³ GRUPPE DEUTSCHE BÖRSE: *The Global Derivates market*. 2008. S. 8.

forwardových obchodov, kde je každá zmluvná strana vystavená kreditnému riziku druhej strany, v tomto prípade kreditné riziko prevezme a garantuje burza.

V ropných futuritných kontraktoch rozlišujeme spotovú a futuritnú cenu ropy. Spotovú cenu definujeme ako aktuálnu, promptnú, momentálnu cenu komodity, za ktorú môže byť daná komodita predávaná, respektíve kupovaná v danom čase a na určitom mieste. Je explicitným vyjadrením hodnoty komodity v danom momente. Futuritná cena naopak vyjadruje budúcu očakávanú hodnotu komodity. Futuritná cena sa stanovuje zohľadnením viacerých faktorov, medzi ktoré patrí spotová cena komodity, rizikový faktor, dĺžka časového obdobia, splatnosť daného kontraktu, náklady na skladovanie. Spotová a futuritná cena komodity na futuritných trhoch sú úzko prepojené a navzájom sa ovplyvňujú. Jedným z významných faktorov pri stanovení spotovej ceny je čoraz väčší vplyv očakávanej futuritnej ceny komodity.

4 Vnímanie špekulácie na ropnom trhu

Výrazný nárast ceny ropy v poslednom desaťročí vyvolal diskusiu zameranú na faktory, ktoré vplývajú na rast cien ropy. Medzi ekonómami sa vyskytli pochybnosti, že tento nárast je možné vysvetliť len zmenami základných ekonomických faktorov (trhových fundamentov) a začal prevládať názor, že k nárastu spotovej ceny vo veľkej miere prispievajú špekulácie na ropnom trhu a tie sa postupne stávajú hlavným determinantom ceny ropy. Výsledky skúmania danej problematiky jednotlivých autorov ponúkajú rôznorodé závery najmä z dôvodu nejasej definície pojmu špekulácia.

Oxfordský výkladový slovník definuje pojem špekulácia vo všeobecnosti ako vytváranie, formovanie teórie alebo domnienky bez presvedčivých dôkazov. Z užšieho pohľadu ekonómie a finančného sektora pod pojmom špekulácia rozumieme investovanie do nákupu jednotlivých druhov tovarov kvôli možným ziskom, ktoré nadobudneme ich budúcim predajom. V konkrétnom analyzovanom prípade ropného trhu, autori Killian a Murphy charakterizujú špekulácie z čisto ekonomického hľadiska ako každú situáciu, keď sa nakupuje ropa, ktorá nie je určená na okamžitú, ale na budúcu spotrebu. Špekulačné nakupovanie predstavuje nakupovanie ropy kvôli jej fyzickému uskladneniu, čo následne smeruje k vytváraniu zásob alebo znamená nakupovanie ropných futuritných kontraktov, prípadne iných derivátových kontraktov naviazaných na ropu. V skutočnosti je veľmi zložitá definovať pojem špekulácie na ropnom trhu, dôsledkom čoho je nejasný prístup k tomuto fenoménu a jej rôzne interpretácie. Spoločným znakom pre definíciu špekulácie je fakt, že nákup ropy s cieľom špekulovať s ňou predpokladá rast ceny ropy v budúcnosti.¹⁴

Konferencia OSN o obchode a rozvoji (UNCTAD) v roku 2011 zverejnila stanovisko, v ktorom zastáva pozíciu, že špekulatívna činnosť zohráva dôležitú úlohu pri určovaní cien komodít na svetových trhoch. Podľa UNCTAD účinné a efektívne fungovanie na trhu komoditných derivátov je založené na množstve predpokladov, medzi ktoré patrí aj fakt, že sa obchodníci na trhu správajú racionálne, a že majú schopnosť zrealizovať optimálne rozhodnutie na základe dostupných informácií.¹⁵ V mnohých prípadoch však obchodníci na ropnom trhu realizujú svoje rozhodnutia iracionálne, čo sa často pripisuje nárastu špekulatívneho správania sa subjektov, čo môže viesť až k vzniku bubliny¹⁶. Ekonom Paul Krugman tvrdí, že neexistuje

¹⁴ FATTOUH, B., KILIAN, L., MAHADEVA, L.: *The Role of Speculation in Oil Markets: What we have learned so far?* 2012. S. 4.

¹⁵ MUSTAPHA, U.M.: *The Role of Speculation in the Determination of Energy Prices*. 2012. S. 2.

¹⁶ Ekonomická bublina je termín, zvyčajne používaný pre ekonomický cyklus, ktorý je charakterizovaný prudkou expanziou, za ktorou nasleduje pokles, často rovnako dramatický.

nijaký relevantný dôkaz, ktorý by potvrdil, že špekulatívne bubliny na ropnom trhu v súčasnosti tlačia na rast cien ropy.¹⁷ Svoje tvrdenie vysvetľuje na základnom zákone interakcie ponuky a dopytu na trhu. Tvrdí, že taká situácia, keď by ponuka a dopyt determinovali cenu ropy napríklad na 25 dolárov za barel a špekulácie by spôsobili jej nárast na 100 dolárov za barel, by nemohla nastať, pretože ako náhle by narástla cena, zvýšilo by aj množstvo ponuky. Prebytok ponuky by automaticky tlačil na pokles ceny ropy. Keďže v súčasnosti sa takto trh nespráva a strana ponuky sa nezvyšuje (čo sledujeme na minimálnom raste množstva ropných zásob), znamená to, že nárast cien ropy nie je výsledkom špekulatívnej bubliny, ale výsledkom základných trhových fundamentálnych faktorov, akými sú napríklad obťažnosť v ťažbe ropy alebo rýchly ekonomický rast rozvíjajúcich sa ekonomík ako je Čína.

Kritiku Paula Krugmana vypracoval Paul Davidson použitím keynesovského chápania konceptu užívateľských nákladov. Keynes tvrdil, že užívateľské náklady spájajú súčasné produkčné rozhodnutia s budúcimi produkčnými rozhodnutiami u spoločností, ktorých cieľom je maximalizácia zisku, najmä v prípade produkcie nerastných surovín. Ak aplikujeme Keynesov príklad o produkcii medi na ropu, bude to znamenať, že ak ako producenti ropy očakávame (špekulujeme) zajtrašiu (budúcu) rast cien ropy, potom cena každého dnes vyprodukovaného barelu ropy v sebe zahŕňa aj náklady, v ktorých sa musíme zriecť potenciálnych vyšších ziskov, ktoré by sme mohli získať tým, že by sme ropu produkovali neskôr, keď by jej cena bola vyššia. Z tejto aplikácie vyplýva, že budúce očakávania, teda špekulácie, majú vplyv na rozhodnutia o výške produkcie ropy (teda "neprodukcii") v očakávaní výhodnejšej produkcie v budúcnosti), čo vyvracia Krugmanovu teóriu o nutnosti vzniku nadmernej ponuky v prípade vysokých cien ropy.¹⁸

Najväčší problémom pri definovaní špekulácie sa stáva jej kvantifikácia, respektíve istý konkrétny spôsob zhotovenia a vyjadrenia špekulatívneho správania. Kvantifikovateľnú podobu špekulácií na ropnom trhu sa pokúsilo definovať niekoľko autorov, ktorí sa tak snažia nájsť nepriamy dôkaz vplyvu špekulácií na vývoj cien ropy. Jeden z prúdov ekonómov spája zvýšené špekulácie so zvýšenou participáciou finančných investorov na ropných futuritných trhoch. Ako sme vyššie spomenuli, táto kvantifikácia nemôže byť plne uspokojivá, parciálne však môže vysvetľovať pohyby cien ropy. Podľa správy Medzinárodného menového trhu týkajúcej sa štruktúry ropného trhu a príčin vysokých cien ropy k nárastu cien ropy prispelo významným spôsobom vnímanie týchto cien investormi a ich zvýšený záujem investovať na ropnom trhu. V poslednom desaťročí sa ropný trh a fluktuácie cien ropy na ňom stali nepredvídateľné. Táto nepredvídateľnosť odhadnúť cenu ropy a neistota budúceho zásobovania na ropnom trhu vytvorila stimuly pre nových hráčov na trhu, ktorí vstupujú na ropný trh s cieľom špekulatívnej činnosti.

Dôvodom, prečo sa aj široká verejnosť často pozerá na akúkoľvek špekuláciu negatívne, je jej automatické vnímanie v nadmernej forme. Mnohé definície v súčasnosti nerozlišujú medzi špekuláciou a nadmernou špekuláciou. Keynes vo svojej práci *Všeobecná teória zamestnanosti, úroku a peňazí* (1936) zdôrazňoval negatívnu úlohu práve nadmerného množstva špekulácií v ekonomike a nebezpečenstvo v prípade, že sa vytvorí špekulačná bublina. Opisoval nezdravý proces tvorby takého kapitálu použitého na rozvoj ekonomiky, ktorý je len vedľajším produktom hazardného, čiže špekulatívneho správania subjektov. Naopak samotnú špekuláciu definoval ako aktivitu, ktorou predvídame správanie subjektov trhu, teda odhadujeme psychológiu trhu. Napriek tomu, že Keynes nepredpokladal racionálne správanie všetkých subjektov trhu, vo svojej práci definoval pojem tzv. racionálnej špekulácie.

Pojem ekonomická bublina taktiež predpokladá, že ceny budú vždy rásť nad svoju reálnu hodnotu a takto to bude pokračovať, až kým ceny nepadnú - bublina praskne.

¹⁷ KRUGMAN, P.: *The Oil Nonbubble*. In: *The New York Times*, 12.05.2008 [Cit. 25.10.2012] <http://www.nytimes.com/2008/05/12/opinion/12krugman.html?_r=0>

¹⁸ DAVIDSON, P.: *Crude Oil Prices: Market Fundamentals or Speculation?* 2008. S. 5.

Idea konceptu racionálnej špekulácie je založená na predpoklade, že subjekt disponuje znalosťami o možnom riziku. Tvrdil, že špekulanti formujú svoje očakávania na základe skúseností z minulosti v kombinácii s pozorovaním trendov psychológie davu.¹⁹ Milton Friedman vnímal špekuláciu ako prostriedok posilňovania mechanizmu „neviditeľnej ruky trhu“. A podobne ako Keynes, aj on tvrdil, že špekulatívne správanie destabilizuje trhovú systém len v prípade, že sa subjekty správajú iracionálne (to znamená, keby špekulanti predávali, keď je cena nízka a nakupovali, keď je cena vysoká). Keďže však predpokladá racionálne správanie subjektov (špekulanti nakupujú keď je cena nízka a predávajú, keď je cena vysoká), špekulatívne správanie tak podľa Friedmana naopak prispieva k stabilite trhového systému.²⁰

Ak tieto poznatky aplikujeme na vnímanie špekulácie na ropnom trhu, môžeme nadmernú špekuláciu definovať ako špekuláciu, ktorá spôsobuje, že ropný trh nie schopný správne, efektívne fungovať. Pojem nadmerná špekulácia môže vyjadrovať takú špekuláciu, ktorá je prospešná nejakému subjektu ropného trhu zo súkromného hľadiska, avšak nevýhodná z hľadiska ropného trhu ako celku.²¹ Pri pohľade na ropný trh je veľmi zložitá určiť, kde sa nachádza hranica medzi špekuláciou a nadmernou špekuláciou.

V politickej sfére sa často stretávame s definíciou špekulácie na ropnom trhu na základe toho, kto sa nachádza na strane dopytu po rope, teda kto nakupuje ropné futuritné kontrakty. Obchodníci na ropných futuritných trhoch sa klasicky delia na tých, ktorí nakupujú ropu z dôvodu zaistenia (komerční investori – napríklad ropné spoločnosti, aerolíny) a sú považovaní za hedgerov, kým nekomerční investori, ktorí zjavne nenakupujú ropu kvôli jej fyzickému použitiu sú automaticky považovaní za špekulantov. V skutočnosti však nemôžeme tvrdiť, že napríklad ropné a letecké spoločnosti používajú obchodovanie s ropnými futuritnými kontraktmi len z čisto zaisťovacích dôvodov bez akéhokoľvek prvku špekulatívneho správania. Na základe tejto skutočnosti nemôžeme tvrdiť, že zvýšený počet nekomerčných investorov na ropnom trhu automaticky implikuje existenciu nadmernej špekulácie. Zjednodušene povedané, to, že máme na trhu istý počet špekulantov, neznamená, že vieme určiť či pôjde o nadmernú špekuláciu alebo nie.

5 Kontrolný mechanizmus

Dôležitosť kontrolného mechanizmu pre ropný trh si môžeme demonštrovať na ropnom trhu Spojených štátov, respektíve na americkej burze NYMEX, kde sa obchoduje s ropnými futuritami. V roku 1974 vytvoril americký kongres nezávislú agentúru Commodity Futures Trading Commission (skratka CFTC) s mandátom na reguláciu komoditných futurít a opcí na trhu Spojených štátov. Medzi hlavné úlohy tejto komisie patrí schopnosť garantovať, že futuritné ceny komodít nereflektujú cenovú manipuláciu alebo nadmernú špekuláciu. Pravidlá, ktoré limitovali uzatváranie špekulatívnych pozícií na ropných futuritných trhoch v Spojených štátoch, boli v minulosti oveľa prísnejšie ako sú v súčasnosti. Podľa CFTC od prísne nastavených limitov boli oslobodené jedine tzv. bona fide hedgingy.²² Americký zákon, týkajúci sa obchodovania komodít na burze (The Commodity Exchange Act) stanovuje, že

¹⁹ RUNDE, J., MIZUHARA, S.: *The Philosophy of Keynes's Economics*. 2003. S. 152.

²⁰ KATSUHITO, I.: *Two Views of Speculation in Financial Markets* [online] 2010. [Cit. 03.10.2012] <<http://www.tokyofoundation.org/en/topics/2nd-end-of-laissez-faire/3-two-views-of-speculation-in-financial-markets>>

²¹ FATTOUH, B., KILIAN, L., MAHADEVA, L.: *The Role of Speculation in Oil Markets: What we have learned so far?* 2012. S. 4.

²² Filozofia udeľovania výnimky pre tento typ hedgerov „dobrej viery“ je založená na teórii, že investori, ktorí obchodujú na fyzickom trhu komodít majú nižší sklon k manipuláciám finančných trhových cien, keďže ich primárnym cieľom je zaistiť sa proti riziku a nie špekulatívna činnosť.

všetky termínované kontrakty musia byť obchodované na burze, ktorú kontroluje CFTC, a teda musia byť podrobené skúmaniu, či sa na ne vzťahujú limity alebo nie.²³

Koncom roka 2000 v Spojených štátoch prijali a schválili nový tzv. modernizačný zákon pre komoditné futurity (The Commodity Futures Modernization Act), ktorý otvoril cestu pre laxnejšiu reguláciu nových rizikovejších ropných derivátových produktov. Tento zákon umožňoval isté finančné transakcie derivátov obchodovaných na mimoburzovom trhu vykonávať mimo kontroly CFTC. Tento zákon vytvoril tak priestor na obchádzanie kontroly futuritných kontraktov spôsobom, že subjekty sa snažili predchádzať stanoveným limitom tým, že začali svoje kontrakty obchodovať na mimoburzovom trhu alebo na elektronických obchodných platformách, ktoré neboli pod dohľadom CFTC.²⁴ V januári 2006 sa CFTC rozhodla povoliť londýnskej burze obchodovať s, dovtedy len na americkej burze obchodovateľným, ropným štandardom WTI a takisto aj s futuritnými kontraktmi na americký benzín a vykurovací olej. CFTC uviedla, že aj keď tieto obchody budú vykonávať americkí investori, londýnska burza ICE nespadá pod jej mandát a je nad rámec pôsobnosti CFTC. Toto ďalšie „uvoľnenie“ kontroly ropných futuritných kontraktov malo podľa niektorých autorov za následok zvýšenie cien futuritných kontraktov v roku 2006 o viac ako dvojnásobok.²⁵ Tieto skutočnosti podporujú tvrdenia, že absencia kontroly špekulatívneho správania, teda nadmerná špekulácia ovplyvňuje vývoj ceny ropy.

Najnovšia ročná správa organizácie krajín vyvážajúcich ropu navrhuje reformu regulácie trhov, kde sa obchoduje s derivátmi naviazanými na energetické suroviny, predovšetkým ropu. Reforma by sa mala zameriavať najmä na transparentnosť údajov, limity špekulatívnych pozícií a deriváty obchodované na mimoburzovom trhu.

ZÁVER

Ako sme v predkladanom článku predostreli, v odbornej literatúre sa stretávame s rôznymi konceptmi vnímania špekulatívneho správania subjektov na ropnom trhu a miery vnímania špekulácie ako faktora determinácie ceny. Spoločným znakom všetkých ponúknutých definícií je fakt, že či už je koncept špekulácie na trhu vnímaný pozitívne alebo negatívne, všetky prístupy sa zhodujú v tvrdení, že špekulácia v nadmernej forme pôsobí na trh negatívne a je škodlivá pre jeho efektívne fungovanie. V súčasnosti je hlavným cieľom nájsť také trhové regulátory a nástroje, ktoré budú adekvátne kontrolovať a regulovať ropný trh a zaisťovať jeho hlavnú funkciu, ktorou je determinácia ceny ropy a transfer rizika. Zároveň by mali byť tieto regulačné nástroje schopné odhaliť a predchádzať cenovej manipulácii a nadmernej špekulácii.

POUŽITÁ LITERATÚRA:

1. BERKMEN, P.: *The Structure of the Oil Market and Causes of High Prices*. [online] In: IMF, 21.09.2005. [Cit. 25.10.2012] <<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2005/092105o.htm>>
2. BHANDARI, A.: *How Companies Use Derivatives for Hedging & Risk Management*. [online] In: CoolAvenues, 15.11.2010. [Cit. 30.10.2012] <<http://www.coolavenues.com/mba-journal/finance/how-companies-usederivativeshedging-risk-management>>
3. DAVIDSON, P.: *Crude Oil Prices: Market Fundamentals or Speculation?* 2008. 10 s.
4. FATTOUH, B., KILIAN, L., MAHADEVA, L.: *The Role of Speculation in Oil Markets: What we have learned so far?* 2012. 36 s.

²³ MEDLOCK, K.B.: *Who is on the oil futures market and how has it changed?* 2009. S.8.

²⁴ MEDLOCK, K.B.: *Who is on the oil futures market and how has it changed?* 2009. S.9.

²⁵ DAVIDSON, P.: *Crude Oil Prices: Market Fundamentals or Speculation?* 2008. S.2.

5. GRANČAY, M.: *Hypotekárny trh USA ako faktor súčasnej globálnej krízy*. In: Mezinárodní vědecká konference doktorandů a mladých vědeckých pracovníků : sborník příspěvků = conference proceedings [elektronický zdroj]. - Karviná : Slezská univerzita v Opavě, 2008. ISBN 978-80-7248-504-8, s. 918-924.
6. GREŠŠ, M.: *Ropa a jej budúcnosť*. In: Medzinárodné vzťahy 1/2008, ročník VI. ISSN 1336 – 1562, s. 101-111.
7. GRUPPE DEUTSCHE BÖRSE: *Börsenlexikon*. [online] [Cit. 28.10.2012] <http://deutscheboerse.com/dbag/dispatch/de/kir/gdbnavigation/infocenter/40_Know_how/10_Stock_Exchange_A_Z?glossaryWord=piglos_derivate>
8. GRUPPE DEUTSCHE BÖRSE: *The Global Derivates market*. 2008. <http://deutscheboerse.com/dbag/dispatch/de/kir/gdb_navigation/info_center/40Know_ow/10_Stock_Exchange_A_Z?glossaryWord=pi_glos_derivate.http://www.opec.org/opec_web/static_files_project/media/downloads/publications/WOO_2011.pdf>
9. IMF: *Financial Derivatives*. [online] [Cit. 28.10.2012] <<http://www.imf.org/external/np/sta/fd/index.htm>>
10. Index Mundi <<http://www.indexmundi.com/commodities/?commodity=crude-oil-brent&months=120>>
11. KATSUHIITO, I.: *Two Views of Speculation in Financial Markets* [online] 2010. [Cit. 03.10.2012] <<http://www.tokyofoundation.org/en/topics/2nd-end-of-laissez-faire/3-two-views-of-speculation-in-financial-markets>>
12. KRUGMAN, P.: *The Oil Nonbubble*. In: The New York Times, 12.05.2008 [Cit. 25.10.2012] <http://www.nytimes.com/2008/05/12/opinion/12krugman.html?_r=0>
13. MEDLOCK K. B.: *Who is on the oil futures market and how has it changed?* 2009. 18 s. <<http://www.bakerinstitute.org/publications/EF-pub-MedlockJaffeOilFuturesMarket-082609.pdf>>
14. MUSTAPHA, U. M.: *The Role of Speculation in the Determination of Energy Prices*. 2012. 13 s. ISSN: 2146-4553.
15. OXFORD DICTIONARIES: *Speculation*. [online] [Cit. 03.09.2012] <<http://oxforddictionaries.com/definition/speculation>>
16. RUNDE, J., MIZUHARA, S.: *The Philosophy of Keynes's Economics*. 2003. 288 s. ISBN 0-415-31244-2.
17. VEJMEĽKA, P.: *Faktory vplývajúce na vývoj ceny ropy*. [online] In: TRIMbroker [Cit. 25.10.2012] <<http://www.trimbroker.com/article/financne-vzdelavanie/online-financne-vzdelavanie/obchodujem-faktory-plyvajuca-na-cenu-ropy>>
18. WORLD OIL OUTLOOK 2011. In: OPEC. 287 s. ISBN 978-3-9502722-2-2. <http://www.opec.org/opecweb/staticfilesproject/media/downloads/publications/WO_O2011.pdf>

KONTAKT

Ing. Jana Drutarovská
 Katedra medzinárodných ekonomických vzťahov a hospodárskej diplomacie
 Fakulta medzinárodných vzťahov
 Ekonomická univerzita v Bratislave
 Dolnozemska cesta 1/B
 85235 Bratislava
 E-mail: jana.drutarovska@gmail.com