Геннадий АНДРИАНОВ,
стратег по операциям на товарно–сырьевых рынках,
Sberbank Investment Research

Лекарство от низких цен

Падение цен на нефть во второй половине 2014 года кардинально изменило рынок во многих отношениях — и такой встряски он не видел со времен финансового кризиса 2008 года. Надолго ли пришли низкие цены?

Действительно, в течение последних лет нефтяные рынки находились в состоянии относительной стабильности, цены держались преимущественно чуть выше символической отметки в $100 за баррель. С конца июня стоимость «черного золота» упала на 30%, протестировав уровни пятилетней давности. Главный вопрос, волнующий рынок: можно ли сравнивать текущую ситуацию с финансовым кризисом 2008 года, или же это всего лишь новая, несколько более ярко выраженная итерация корректировок 2011, 2012 и 2013 годов? В первом случае речь идет о годах, в последнем — о месяцах, которые понадобятся на восстановление цен до уровня, уравновешивающего спрос и предложение. Неудивительно, что ответ на этот вопрос имеет ключевое значение для мировой экономики, в особенности для основных стран — производителей нефти. Мы склоняемся к мнению, что глубина и скорость падения цен этого года вызваны совпадением нескольких негативных факторов. Часть из них производит временный понижающий эффект, тогда как основные фундаментальные факторы претерпели лишь незначительные изменения. В силу этого скорое восстановление цен на нефть вполне вероятно.

В 2008 году падение цен более чем на 70% было вызвано в первую очередь снижением спроса на фоне замедления экономического роста во всем мире. В этой ситуации спрос смог восстановиться только после перезапуска мировой экономики в целом, на что ушли годы. В случаях же с корректировками цен на нефть в 2011, 2012 и 2013 годах, когда они опускались на 20–30%, на первый план вышли временные факторы и переизбыток предложения, который рассасывался в течение трех-четырех месяцев и за которым следовали внушительные коррекции. Таким образом, исторический анализ свидетельствует о том, что выявление основных фундаментальных факторов падения цен на нефть является ключевым способом определения его ожидаемой продолжительности и глубины.

Между тем исследование причин падения цен в 2014 году указывает на то, что фундаментальные факторы имели лишь второстепенное значе-

ние. Это подтверждается и состоянием спотовых балансов на момент начала снижения, которое свидетельствует о недостатке сырой нефти в конце июня.

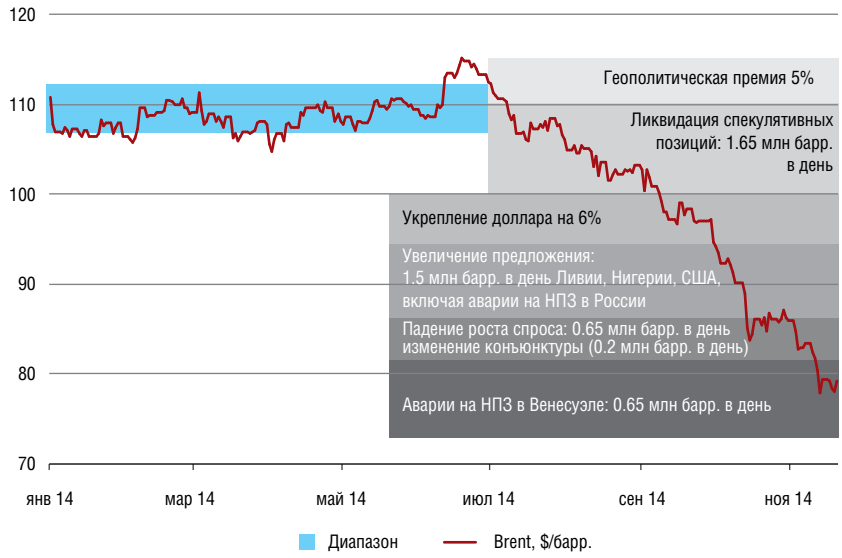
К середине июня совокупный объем чистых спекулятивных позиций по нефти марки Brent, согласно еженедельным отчетам Интерконтинентальной биржи, составил рекордные 240 млн баррелей на повышение. Помимо превалирующих ожиданий, рекордный объем позиций можно объяснить еще и длительным периодом низкой волатильности. Традиционно трейдеры увеличивают объемы позиций на фоне снижения волатильности, чтобы обеспечить целевую доходность. Далее сценарий разыгрывался как по нотам: Исламское государство перешло в активную фазу наступления в Ираке и рынки всерьез обеспокоились относительно 3 млн баррелей, ежедневно производимых там. Однако мировое сообщество быстро дало понять, что ни столица Ирака, ни тем более южные области, в которых сосредоточены основные мощности нефтедобычи, к рукам повстанцев не перейдут. Вследствие этого образовавшаяся на рынке геополитическая премия — приблизительно 5%, или $6 за баррель — ушла так же быстро, оставив за собой скачок волатильности (метрика, используемая торговыми площадками для определения величины финансовой гарантии, требуемой от держателя позиции). Это и породило циклическую динамику, при которой спекулянты были вынуждены продавать «в падающий рынок», тем самым усугубляя падение и вызывая все новые продажи. В пересчете на баррели этот эффект составил 1.8 млн баррелей в день. В то же время ожидание сворачивания программы количественного смягчения в США и будущего повышения ставок постепенно усиливало позиции доллара, тем самым воздействуя на котировки нефти.

Фундаментальные факторы также оказывали негативное влияние, но значительно меньшее, к тому же некоторые из них — кратковременное. Совокупная переоценка темпов роста добычи нефти в мире, по нашим данным, составила 1.6 млн баррелей в сутки. Основными факторами стали переоценка темпов роста добычи в США с 1.2–1.3 млн баррелей до 1.5–1.7 млн баррелей в 2014 году, а также восстановление добычи в Ливии, рекордный уровень добычи в Нигерии и ряде других стран-производителей. Эта цифра также включает в себя около 300 тыс. баррелей сырой нефти в сутки, которые были вброшены в рынок российскими производителями после аварий на двух нефтеперерабатывающих заводах в России, в Ачинске и Киришах. С точки зрения спроса переоценка темпов роста составила не более 0.65 млн баррелей, из которых 0.45 млн баррелей можно отнести к сезонным факторам, таким как относительно мягкое лето в Азии. Соответственно, замедление роста, вызванное изменением макроэкономической конъюнктуры, не превышает 0.2 млн баррелей в сутки.

Недавний эпизод снижения цен, начавшийся в первую неделю ноября и срезавший стоимость «черного золота» еще на $7 за баррель, на наш взгляд, также связан с краткосрочным фактором. Серия веерных отключений электричества на северо-западе Венесуэлы привела к выходу из строя комплекса нефтеперерабатывающих заводов мощностью 950 тыс. баррелей в сутки. В результате PDVSA (Petróleos de Venezuela, Sociedad Anonima — государственная нефтегазовая компания Венесуэлы) была вынуждена продавать свою тяжелую нефть на спотовых рынках с большим дисконтом, чтобы привлечь покупателей. Об этом свидетельствует последняя статистика американского импорта в Мексиканском заливе. Необходимость привлечь ликвидность для закупок дизельного топлива и бензина, а также отсутствие незадействованных мощностей в нефтехранилищах (все они заняты под блендинг с легкой алжирской нефтью) просто не оставили нефтепроизводителям иного выбора.

СОВОКУПНАЯ ПЕРЕОЦЕНКА ТЕМПОВ РОСТА ДОБЫЧИ НЕФТИ В МИРЕ СОСТАВИЛА 1.6 МЛН БАРРЕЛЕЙ В СУТКИ

Рисунок 1
Основные факторы падения цен на нефть в июне—ноябре 2014 г.



ОТКАЗ ОПЕК ОТ ПОДДЕРЖКИ ЦЕН НА НЕФТЬ БУДЕТ ИМЕТЬ ДАЛЕКО ИДУЩИЕ ПОСЛЕДСТВИЯ ДЛЯ РЫНКА

Итак, приведенный выше анализ указывает на то, что, во-первых, нефундаментальные факторы и предложение ответственны за нынешнее падение цен на нефть, а не спрос. Во-вторых, существенная часть видимого переизбытка нефти на рынке является временной. Поэтому мы полагаем, что текущие котировки не отражают баланса спроса и предложения, а с исчезновением временных факторов цены на нефть скорректируются, как это происходило во всех предыдущих случаях коррекции, не вызванной слабостью спроса.

При этом фактический отказ ОПЕК от поддержки цен на нефть, озвученный во время 166-й встречи министров стран — членов картеля, будет иметь далеко идущие последствия для рынка нефти. В краткосрочной перспективе это решение не имеет прямого влияния на физический баланс спроса и предложения. Таким образом, можно смело утверждать, что в ближайшее время фундаментальные факторы отойдут на второй план.

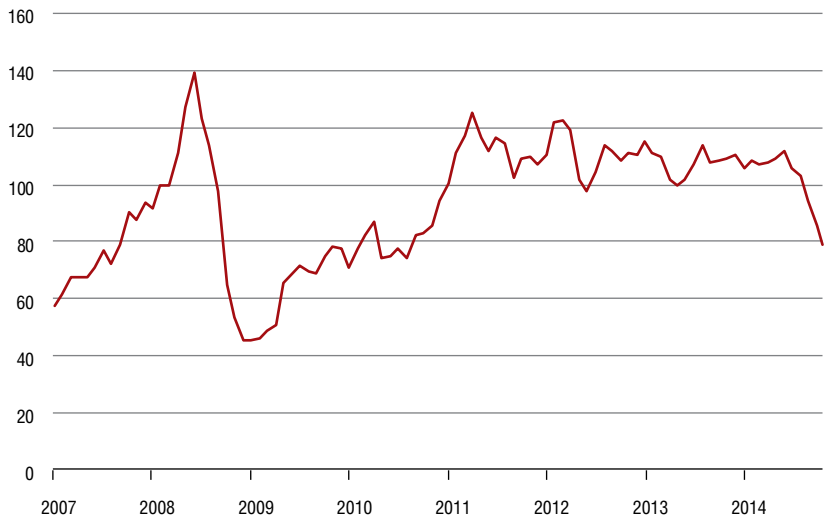
Сам факт того, что рынок нефти находится под постоянным влиянием не основополагающих моментов, ни для кого не секрет, как и то, что их влияние зачастую преобладает над условиями спроса и предложения. Например, по нашим оценкам, в 30-процентном падении котировок в июле–ноябре нефундаментальные факторы сыграли решающую роль.

Это объясняется самой структурой рынка. Для потребителей зачастую цена нефти в глобальных экономиках не имеет большого значения. Около 90% нефти потребляется на НПЗ, чья доходность зависит не от цены черного золота, а от значения крэк-спредов, разницы между ценой сырой нефти и нефтепродуктами. Доходность судовладельцев, с помощью которых транспортируется около половины добываемых объемов нефти, зависит от региональных ценовых колебаний. Доходность операторов нефтехранилищ — от структуры форвардной кривой. Более 50% конечного продукта потребляется транспортным сектором, где конечный потребитель платит цену, лишь частично отражающую котировки на глобальных рынках, так как более 50% стоимости топлива на бензоколонке приходится на налоги и издержки промежуточных участников рынка. Существует негласное соглашение между операторами розничных сетей сбыта нефтепродуктов и госструктурами, позволяющее смягчать вариации цен для потребителей и получать при этом комфортную маржу вне зависимости от того, сколько стоит само сырье. Большинство крупных конечных потребителей — авиакомпании, грузоперевозчики и тому подобное — все же вынуждены страховаться от сильных колебаний нефтяных цен и поэтому постоянно осуществляют закупки нефти на форвардных рынках, но временные горизонты и объемы несопоставимы с объемами добычи.

Таким образом, сложилась ситуация, когда со стороны предложения контроль над ценами осуществлялся клубом производителей — ОПЕК, — который вместо использования форвардных продаж варьировал уровень добычи, позволяя ценам держаться в определенном коридоре, границами которого служили бюджетные балансы стран — членов картеля. Односторонний рынок неизбежно привлек интерес игроков на поиски долгосрочной доходности (так как расходная часть бюджетов стран-производителей была обречена на рост), а с ней и «дна», ниже которого теоретически цена нефти могла провалиться лишь в краткосрочной перспективе.

Ситуация начала меняться с появлением американской сланцевой нефти. Бизнес-цикл у ее добытчиков существенно короче (до четырех лет), а вложения в инфраструктуру минимальны (так как она либо существует, либо разрабатывается независимо). Структура издержек тоже иная, текущие расходы (химикаты для гидроразрыва, песок, вода и так

Рисунок 2
Колебания цены на нефть в 2007–2014 гг., $/барр.



ИЗМЕНЕНИЕ СТРУКТУРЫ РЫНКА И ОТТОК КАПИТАЛА ЗАСТАВИТ ПРОИЗВОДИТЕЛЕЙ ПЕРЕСМОТРЕТЬ СВОЕ ОТНОШЕНИЕ К ФОРВАРДНЫМ ПРОДАЖАМ

далее) занимают первое место и в целом значительно выше, чем у традиционных производителей. Таким образом, маржа и ее эффективное хеджирование посредством форвардных продаж является обязательным звеном бизнес-модели нетрадиционной нефти. Односторонняя структура рынка как раз и позволила ее производителям развивать объемы добычи в течение последних лет.

С отказом ОПЕК от дальнейшего контроля над ценами именно односторонний рынок официально ушел в прошлое 27 ноября. Держателям спекулятивных позиций на повышение предстоит ответить на вопрос, по-прежнему ли они заинтересованы держать нефть в портфеле при симметричном профиле риска? Объемы спекулятивного интереса на рынках нефти варьировались, но постоянно оставались позитивными. Сегодня это приблизительно 250 млн баррелей, причем совокупный объем позиций на повышение — 450 млн баррелей. Большинство таких позиций лежит в зимних и весенних контрактах Brent и WT, где их вес оценивается в 3 млн баррелей в день, или более 3% дополнительного предложения.

Изменение структуры рынка и ожидаемый отток капитала, возможно, заставит традиционных производителей пересмотреть свое отношение к форвардным продажам, что окажет дополнительное давление на цены, опять-таки не влияя на физический баланс спроса и предложения. Дополнительным усугубляющим фактором в краткосрочной перспективе является еще и форма форвардной кривой: пять месяцев падения привели к ситуации «контанго», когда нефть сегодня стоит дешевле, чем через месяц, а через месяц дешевле, чем через год, и так далее. В такой ситуации финансовые инструменты становятся более привлекательными для продавцов, чем покупателей: провайдерам финансовых деривативов и услуг по контролю над рисками всегда проще убедить бизнес-менеджеров продать будущую продукцию дороже, чем она реализуется сегодня, нежели осуществить закупки по более высоким завтрашним ценам. Такая активность создает понижающее течение капитала на форвардных рынках.

Итак, 28 ноября рынок нефти проснулся в новых реалиях симметричного риска. Участникам придется адаптироваться к новой парадигме, и на сегодняшний день предсказать длительность и глубину колебаний, вызванных новыми подходами к контролю над рисками, непросто. Тем не менее очевидны факторы, по которым уже в скором времени можно будет судить о динамике процессов. В первую очередь это поведение спекулятивных инвесторов и потоки форвардных продаж. В долгосрочной перспективе замедление роста добычи наименее эффективными производителями и стимуляция спроса со стороны низких цен приведут к установлению баланса на уровне, превышающем $90/барр., с форвардной кривой в бэквардации. Однако неспособность рынка перегруппироваться может привести к опережающей динамике падения спроса в странах-производителях, а следовательно, к дополнительным экспортным потокам и давлению на цены. Наиболее вероятный сценарий заключается в скорой стабилизации цен в районе $60/барр., после чего начнется восстановление до $90/барр., которое продлится до первого квартала 2016 года. При негативном сценарии падение цен продлится до вторичного пика спроса в третьем квартале и может достичь $30–40/барр., так как под вопросом окажется спрос в странах-производителях. Позитивный сценарий подразумевает достижение «дна» уже в декабре и быстрое восстановление к середине третьего квартала 2015 года. Вероятность базового сценария — 40%, негативного — 35%, позитивного — 25%. С уверенностью можно говорить лишь о том, что новые реалии нефтяного рынка приведут к повышенной волатильности.

В конечном счете фундаментальные факторы всегда превалируют, и панические настроения только «заряжают» будущий отскок, который может оказаться еще более значительным. Ведь каждому экономисту известно: нет лучшего лекарства от низких цен, чем низкие цены.

НАИБОЛЕЕ ВЕРОЯТНЫЙ СЦЕНАРИЙ ЗАКЛЮЧАЕТСЯ В СКОРОЙ СТАБИЛИЗАЦИИ ЦЕН В РАЙОНЕ $60/БАРР., ПОСЛЕ ЧЕГО НАЧНЕТСЯ ВОССТАНОВЛЕНИЕ ДО $90/БАРР.