Сырьевые товары: тренды и хеджирование

Дмитрий СМОЛИН,
старший аналитик,
ПАО Банк Синара

Кирилл БАХТИН,
старший аналитик,
ПАО Банк Синара

Александр АФОНИН,
руководитель направления анализа рынка облигаций,
ПАО Банк Синара

Кирилл ТАЧЕННИКОВ,
директор аналитического департамента,
ПАО Банк Синара

Стоимость многих биржевых сырьевых товаров значительно увеличилась за последние месяцы на фоне восстановления спроса после пандемии и различных ограничений предложения. Растущие, как следствие, инфляционные показатели создают дополнительные риски для развития мировой экономики. Мы проанализировали возможные сценарии дальнейших трендов и предлагаем некоторые варианты хеджирования соответствующих рисков.

Нефть и нефтепродукты. Тренды. Цены на нефть удвоились за последние 12 месяцев, чему способствовал целый ряд факторов. Основными причинами были быстрое восстановление спроса по мере адаптации экономики к условиям пандемии и постепенное смягчение карантинных мер, ограниченный прирост предложения со стороны стран ОПЕК+ и проблемы с восстановлением добычи в ряде регионов, периодические перебои в поставках из-за плохих погодных условий в США, а в конце 2021 года к этому списку добавилась геополитическая напряженность. Дальнейшая эскалация в начале 2022 года привела к скачку цен, котировки смеси Brent в отдельные дни превышали уровень $130 за баррель, что близко к историческому максимуму, зафиксированному почти 14 лет назад. Из-за введенных санкций и связанных с ними проблем с логистикой российские нефтегазовые компании потенциально могут показать снижение объемов экспорта нефти и нефтепродуктов в страны ЕС и США в общем объеме около 2 мбс уже в апреле 2022 года. В первую очередь, риски сбыта связаны с дизелем, а также продажами нефти на спотовом рынке с доставкой танкерами. Такой объем соответствует примерно 20% от общей добычи нефти в России и более половине объема экспорта в ЕС. Несмотря на то что часть этого объема будет перенаправлена на альтернативные рынки сбыта, такое снижение предложения выглядит довольно критичным для мирового рынка. Особенно заметен дефицит на фоне сезонного роста спроса и постепенного восстановления авиатрафика, которые в совокупности до конца 2022 года могут дать прирост мирового спроса на 4–5 мбс по сравнению с январем.

В качестве ответных мер страны, входящие в МЭА, проголосовали за высвобождение от 30 до 50 млн баррелей

из своих стратегических резервов, в дополнение к аналогичному действию со стороны США на 180 млн баррелей в течение 6 месяцев. Кроме того, постепенно продолжает расти предложение со стороны стран ОПЕК+ (квота увеличивается на 400 тыс. баррелей в сутки ежемесячно до августа 2022 года), обсуждается возможность снятия части санкций с Ирана (может увеличить поставки еще примерно на 1 млн баррелей в сутки). Также анонсировались меры по стимулированию добычи сланцевой нефти в США, которая последние месяцы остается на уровне около 7 мбс (11.5 мбс — общая добыча по стране), что на 1 мбс ниже, чем до пандемии. Тем не менее всех перечисленных мер может оказаться недостаточно, чтобы компенсировать выпадающие объемы из России, а также потенциальное увеличение спроса, — для такой компенсации требуется нарастить добычу на 6 млн баррелей в сутки по сравнению с январем-февралем. Кроме того, в последующие года также нужно будет замещать падение добычи на уже выработанных месторождениях, что только усилит дисбаланс на мировых рынках. Таким образом, в случае реализации сценария ограничения поставок из РФ и восстановления спроса мы видим риски дальнейшего роста цен на нефть до новых максимумов.

В то же время глобальная инфляция, спровоцированная мерами количественного смягчения в течение пандемии и ростом цен на сырьевые товары, несет в себе риски для будущего роста мировой экономики. Нарастающие проблемы с цепочками поставок продукции и падение реальных доходов могут привести не только к замедлению, но и к падению спроса на ряд сырьевых активов, включая нефть. При этом увеличение добычи со стороны Ирана, Ирака, Саудовской Аравии и ОАЭ, наряду с распродажей стратегических резервов, а также возможной деэскалацией геополитической обстановки вокруг России совокупно могут создать профицит на рынке, что создаст риски существенной коррекции цен.

Мировая отрасль нефтепереработки столкнулась с колоссальным вызовом в 2020 году в связи пандемией коронавируса, затронувшей особенно сильно спрос на нефтепродукты со стороны транспортного сектора. В результате маржа переработки в Европе и России снизилась в два раза до минимумов за последние 10 лет: в 2020 году эталонная маржа НПЗ составила $2.6/барр. и $0.9/барр. в Европе и России соответственно. Весь 2021 год прошел под знаком снижения негативного эффекта коронавируса на мировую экономику и, как следствие, роста котировок на нефтепродукты и восстановления маржи НПЗ. В целом, динамика цен на нефтепродукты была несколько лучше темпов роста нефтяных цен. Так, при росте средней цены Brent на 70% г/г в 2021 году котировки прямогонного бензина прибавили 80% г/г, а мазута — 75% г/г. К концу 2021 года эталонная маржа переработки на НПЗ превышала $7/барр как в Европе, так и в России. Из-за сильного 1К20 и незначительного снижения внутреннего спроса на нефтепродукты в острый период пандемии в целом по 2020 году существенного снижения производства нефтепродуктов в РФ не произошло — объем первичной переработки снизился на 5.4% г/г (выпуск бензина сократился на 4.5% г/г, а дизельного топлива — только на 0.5% г/г). Поэтому и восстановление по объему первичной переработки нефти в России оказалось умеренным в 2021 году — +4% г/г.

Для экономики российской нефтепереработки дополнительным благоприятным фактором в 2021 году послужил положительный эффект демпфера, поскольку приведенные экспортные цены на автомобильный бензин и дизельное топливо были выше уровня индикативных внутренних цен. Коэффициент демпфирования в 4К21 составил 17.5 тыс. руб./т для бензина и 11.0 тыс. руб./т для дизельного топлива, увеличившись на 11% к/к и 60% к/к соответственно. В связи с ростом долларовых нетбэков и ожидаемым ослаблением рубля рост демпферных платежей от государства в пользу НПЗ должен продолжиться в 1П22.

В настоящее время достаточно затруднительно давать оценку эффекта введенных ограничений со стороны ЕС и США на российскую отрасль нефтепереработки. Данные за апрель и май покажут реальный количественный эффект на данный сегмент. На момент написания статьи российские НПЗ сигнализируют о проблемах с перепроизводством мазута, 80% которого в стандартных условиях экспортируется. Если проблема с мазутом является наиболее значительной для отрасли, то мы проявляем сдержанный оптимизм к тому, что сильного негативного воздействия на НПЗ не случится. Для международных мейджеров, таких как ExxonMobil и Chevron, у которых сегмент переработки и последующих переделов формирует 70–90% общей выручки, основным риском на данный момент является замедление восстановления мировой экономики из-за

Глобальная инфляция, спровоцированная мерами количественного смягчения в течение пандемии и ростом цен на сырьевые товары, несет в себе риски для будущего роста мировой экономики

появления новых штаммов коронавируса, а также негативного влияния высоких цен на энергоносители, выражающегося в давлении на фактор объема продукции.

Нефть и нефтепродукты. Хеджирование. На наш взгляд, одним из способов хеджирования данных рисков может стать покупка акций нефтяных компаний развивающихся рынков (включая Россию), стоимость которых пока еще не отражает устойчивость цен выше отметки $100 за баррель. При этом длинную позицию в этих активах можно застраховать покупкой длинных опционов put на Brent/WTI со страйком на 10–15% ниже текущих котировок.

Газ. Тренды. Помимо эффекта пандемии, в начале 2020 года на рынок газа негативное влияние оказывали такие внешние факторы, как рекордно высокие запасы газа в европейских хранилищах, вторая подряд теплая зима, а также рост объемов производства и поставки американского СПГ ключевым потребителям в Азии и Европе. Следствием сложившего дисбаланса спроса и предложения стало снижение к лету спотовых цен на газ в Европе ниже цен на американском рынке и сокращение премии на газ в Азии до минимального уровня.

Уже во 2К21 спотовые цены на газ в Европе (TTF) превысили $300/тыс. м^3 ввиду глобального дефицита на рынке СПГ по мере роста глобальной экономики и возможности азиатских покупателей предлагать более хорошую премию. Ситуация с ценами продолжила ухудшаться для европейских потребителей к концу года (средняя цена TTF достигла почти $1100/тыс. м^3 в 4К21) в связи с опасениями по поводу недостаточной подготовки европейских хранилищ газа к зимнему отопительному сезону. На 1 ноября 2021 года заполненность хранилищ составила 77% против среднего значения 91% в предыдущие пять лет. Отопительный сезон удалось пройти с остатком газа в хранилищах в размере 27% от мощности (стандартно сезон заканчивается с заполненностью в 34–35%). В целом за 2021 году спотовые цены TTF выросли в 5 раз относительно 2020 года до $550/тыс. м^3. Текущие спотовые цены TTF уверенно держатся в диапазоне $1100–1300/тыс. м^3, поскольку рынок уже озабочен подготовкой Европы к следующему отопительному сезону и проявляет нервозность по поводу будущих объемов поставок Газпрома из-за необходимости их оплаты в рублях (первые платежи должны прийтись на конец апреля — начало мая). Мы считаем, что реальной альтернативы объемам Газпрома у европейских покупателей в среднесрочной перспективе нет и заявленная ЕС цель по снижению зависимости от Газпрома на 2/3 к концу года не может быть по факту достигнута. Поставки газа самого Газпрома в ЕС в 2021 году составили, по нашим оценкам, 160 млрд м^3, или около 30% общего потребления ЕС, а с учетом объемов трейдинга доля Газпрома близка к 40%. Обещанная дополнительная помощь американских СПГ-производителей в размере 15 млрд м^3 в 2022 году способна сыграть очень малую роль в замещении поставок Газпрома.

Газ. Хеджирование. Мы позитивно оцениваем фундаментальные перспективы акций Газпрома в следующие 12 месяцев (рейтинг «Покупать»), которые должны показать очень привлекательную дивидендную доходность в следующие несколько лет: только за 2021 год она оценивается в 20%, а по итогам 2022 года может оказаться в два раза выше. Для хеджирования позиций в акциях Газпрома от значительной неожиданной просадки помогут пут-опционы на газ (TTF) со страйк-ценой значительно ниже текущих котировок (например, опционы, доступные на площадке ICE).

Металлы. Тренды. В 2022 году мировые цены на металлы и сырьевые товары оставались крайне волатильными, хотя и на высоких уровнях, из-за опасений, связанных с событиями на Украине и ускорением инфляции. В рамках нашего базового сценария мы предполагаем, что российские экспортеры смогут перенаправить продукцию на рынки, готовые ее покупать, а именно в Китай и другие азиатские страны. Задача нам представляется более сложной для производителей, например, стали и угля, чем для экспортеров базовых металлов, МПГ или алмазов, но в любом случае ее решение связано, скорее всего, с увеличением транспортных расходов и перенастройкой логистики.

Мы советуем проявлять осторожность при выборе сырьевых товаров на этот и следующий годы, так как цены на металлы с начала года продемонстрировали существенный рост. В лидерах роста — коксующийся уголь (+72%), никель (+50%) и железная руда (+40%) на фоне растущего производства стали в Китае и недавней ликвидации коротких позиций в никеле

Золото и реальные процентные ставки традиционно имеют отрицательную корреляцию между собой

на Лондонской бирже металлов. Также выросли цены на алюминий и сталь (около 20%), а также палладий (+18%).

Мы сохраняем позитивный взгляд на алюминий, рост цен на который продолжится в этом году на фоне повышения стоимости электроэнергии и ограничения мощностей в Китае. По итогам года дефицит может составить до 1.5–2 млн тонн алюминия, а спотовые цены на металл могут достигнуть $4000 за тонну до конца года.

Мы также ожидаем сохранения высоких цен на угли энергетических и коксующихся марок в течение продолжительного времени из-за дефицита на рынке, обусловленного ограничением поставок из России. Хотя во втором полугодии 2022 года цены, по нашему мнению, снизятся вследствие нормализации поставок, средняя за год цена на твердый коксующийся уголь (FOB Австралия) составит $400/т (+81% г/г). Ситуация на рынке меди и никеля в 2022 году выглядит более сжатой с точки зрения глобального спроса и предложения, но мы ожидаем корректировку цен на эти металлы во втором полугодии 2022 года, учитывая макроэкономические риски, и профицит в 2023 году из-за увеличения поставок металлов на рынок.

Золото и реальные процентные ставки традиционно имеют отрицательную корреляцию между собой. Обычно цена на золото растет, когда процентные ставки падают, и наоборот. Это связано с тем, что рост процентных ставок делает акции, облигации и другие инвестиции более привлекательными для инвесторов. В то же время низкие процентные ставки обычно используются для стимулирования экономики и наблюдаются в сложные периоды, когда привлекательность ценных бумаг невысока и повышается интерес к защитным активам, одним из которых как раз является золото. Поскольку золото торгуется преимущественно в долларах США, то процентные ставки ФРС оказывают особое влияние на цену золота. Подъем ставок обычно приводит к падению цен на золото, в то время как снижение поддерживает цены золота на высоком уровне. На наш взгляд, цены на золото должны получить поддержку во 2К22 из-за повышенных инфляционных и геополитических рисков, но мы ожидаем корректировки цены золота в 3К22–4К22 из-за роста ставок ФРС и укрепления доллара. В 2023 году средняя цена составит около $1850 за тонну, что предполагает определенную коррекцию с текущих спотовых уровней.

Металлы. Хеджирование. Обезопасить свои инвестиции в такой ситуации можно сокращением доли золота на текущих уровнях. Если же инвестор не планирует избавляться от металла, но хочет зафиксировать прибыль и защитить свой портфель от возможного снижения, стоит рассмотреть покупку опционов пут на золото.*

* Не является инвестиционной рекомендацией

Обезопасить свои инвестиции можно сокращением доли золота на текущих уровнях

Таблица 1

Допущения в отношении макроэкономики и цен на сырьевые товары

	2021	2022		2023		2024	
		Прежний	Новый	Прежний	Новый	Прежний	Новый
ВВП, % г/г	4.5	2.5	-7.5	2	0	2	1
ИПЦ, % г/г (на конец года)	8.4	6	27	4.5	8	4	5
Ставка Банка России, % (на конец года)	8.5	8.5	12.5	6	10	5	8
Курс USD/RUB (средний за период)	73.7	74	90	70.5	91.5	69.5	94.7
Brent, $/барр.	70.5	75	100	90	90	95	95
Urals, $/барр.	69	74	88	89	85	94	92
Газ (TTF), $/тыс. м^3	570	418	1100	336	745	315	545
Газ (контракты Газпрома в дальнее зарубежье), $/тыс. м^3	326	352	619	314	505	301	404
Никель, $/т	18 450	17 500	28 500	17 000	22 000	17 500	18 000
Сталь (г/к прокат), $/т	875	750	950	700	875	713	800
Палладий, $/тр. унц.	2395	2000	2300	1800	2000	1650	1650
Платина, $/тр. унц.	1090	1050	1050	1000	1050	1100	1100
Медь, $/т	9320	9500	9750	8500	9000	9000	9000
Коксующийся уголь, $/т	225	270	400	220	270	200	200
Алюминий, $/т	2479	2900	3500	2800	3100	2600	2600
Железная руда, $/т	163	115	155	92	110	94	95
Золото, $/тр. унц.	1801	1750	1850	1700	1750	1650	1650
Диаммонийфосфат, $/т	647	520	900	520	700	520	520
Аммиак, $/т	548	500	900	400	500	400	400

Источники: ICE, Bloomberg, ЦБ РФ, Метал-Эксперт, прогнозы ПАО Банк Синара