

НЕФТЯНЫЕ МАРКЕРЫ: ФЕНОМЕН ЦЕНОВОГО СПРЕДА



РУКИ ПРОЧЬ ОТ НЕФТЯНЫХ КОТИРОВОК

На мировом рынке нефти некоторое время назад произошло, на первый взгляд, необъяснимое с позиции «стандартной» логики — поменялось соотношение цен между двумя мировыми маркерами. И теперь более качественная нефть WTI (Light) уже второй год подряд стоит дешевле менее качественной нефти Brent. Краткосрочные превышения наблюдались и ранее, однако только в последние годы ситуация стала нормой.

На взгляд авторов публикации, поведение спреда Brent-WTI отражает всего лишь частный случай доминирования факторов из сферы финансовых услуг, а не из сферы материального производства в рамках новой реальности, сложившейся на мировом рынке нефти и — шире — на мировых финансовых рынках на рубеже веков.

Процессы глобализации мировой экономики сделали для ныне двухсегментного рынка нефти гораздо более значимыми финансовые перетоки на рынок бумажной нефти из других секторов глобального финансового рынка по сравнению с финансовыми перетоками между рынком физической и рынком бумажной нефти.

Не говоря уже о важнейших для функционирования реальной экономики (но много меньших по объему и гораздо менее ликвидных, ибо связаны с «закапыванием денег в землю») капиталовложениях в основной капитал (материальные активы) глобальной нефтяной отрасли...

Цены и того и другого товара определяются не в рамках долгосрочных контрактов, доля которых в физических поставках довольно велика, и не на спотовых площадках (и те и другие — инструменты рынка физической нефти), а на рынках фьючерсных контрактов (которые являются — системообразующими — финансовыми инструментами рынка бумажной нефти).

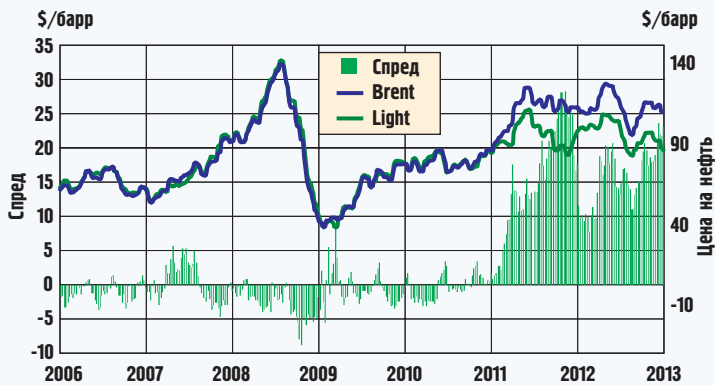
Где искать причины необъяснимого?

Объемы фьючерсных торгов кратно превышают объемы потребления физической нефти: оборот лишь одной Чикагской товарной биржи CME Group, в состав которой входит основная американская биржевая площадка по торговле нефтью — нью-йоркская NYMEX, и только лишь по фьючерсному контракту на сырую нефть, в пять раз превышает мировой объем потребления сырой нефти.

Сегодня, на пятом институциональном этапе эволюции мирового рынка нефти, цена на нефть определяется финансовыми спекулянтами (глобальными финансовыми инвесторами), а подавляющая часть фьючерсов не доходит до физической поставки. При этом значительная часть физической нефти продается по долгосрочным контрактам, в принципе минуя фьючерсный рынок, то есть база исполнения — в случае возникновения такой необходимости - поставочных фьючерсов намного уже, чем объем рынка физической нефти. Происходит чистый импорт фьючерсных котировок с рынка финансового на рынок физический.

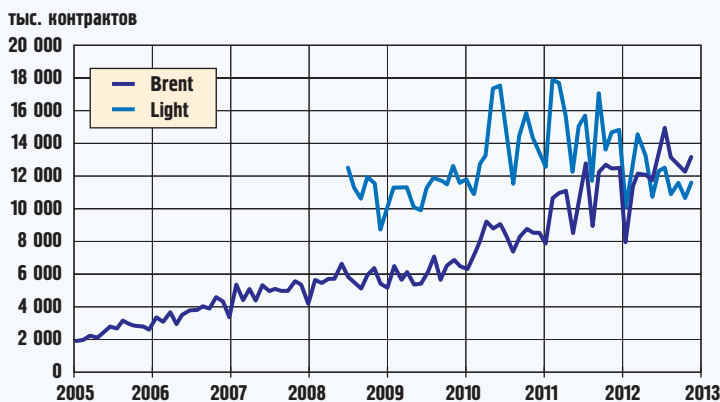
Поэтому ответ о причинах поведения спреда Brent-WTI (см. «Цены на нефть Brent, WTI (Light) и спред между ними») надо искать, в первую очередь, в характеристиках фьючерсных контрактов на основные маркерные сорта.

Цены на нефть Brent, WTI (Light) и спред между ними*



* по результатам торгов на биржах ICE и CMEG, использованы данные сайта finam.ru

Объемы торгов фьючерсами на нефть Brent и Light/WTI*



* на основе отчетов ICE и CMEG

Удобство пользования

Нефть Brent торгуется на европейской (лондонской) бирже ICE Futures Europe, а WTI (Light) — на американской (ню-йоркской) NYMEX, входящей в CME Group. Ключевое различие между фьючерсом CL (Light Sweet Crude Oil Futures) на WTI (Light) и фьючерсом B (ICE Brent Crude Futures) на Brent заключается в том, что фьючерс на Brent является беспоставочным, а на WTI — поставочным.

То есть поставки по WTI при необходимости (чаще вынужденной) осуществляются, хотя до физической поставки доходит весьма небольшой объем торгуемых фьючерсов (3–4%). Это означает, что фьючерсный контракт на WTI имеет прямую связь с физиче-

ским рынком нефти, тогда как фьючерс на Brent является чисто спекулятивным инструментом.

Важнейшей особенностью в этой связи является отличие между фьючерсными контрактами на Brent и на WTI в проведении операции «rollover» — перевод из контракта текущего месяца в контракт следующего месяца.

Максимальный горизонт биржевой торговли сырой нефтью по обоим сортам на обеих биржах составляет сегодня девять лет. Однако основные объемы биржевой торговли приходятся на фьючерсы с поставкой в ближайшие месяцы: не менее 50% — в первые шесть месяцев, из которых около половины — в следующем месяце.

Поскольку большинство сделок не предполагает поставки физической нефти, трейдерам в

определенный момент приходится переходить из контракта одного месяца в контракты следующего: необходимо закрыть сделки по старым фьючерсам и открыть по новым — провести rollover.

Есть причины дополнительной привлекательности нефти Brent, но есть и причины ухудшения привлекательности нефти WTI

На нефть Brent данный процесс может производиться автоматически, тогда как сделки с WTI необходимо проводить вручную, что сопровождается дополнительными рисками и может привести к дополнительным расходам: за время между закрыти-

Фьючерсный контракт на WTI имеет прямую связь с физическим рынком нефти, тогда как на Brent является чисто спекулятивным инструментом

ем одной сделки и открытием следующей цена может измениться. К тому же, не закрыв фьючерс вовремя, можно столкнуться с рядом проблем: от необходимости закрывать фьючерс на неликвидном рынке по невыгодной цене до возможности (необходимости) физической поставки, не предполагавшейся изначально (при заключении фьючерсного контракта). При основном объеме фьючерсных торгов, сконцентрированном на временном плече один-два месяца, перезаключать контракты нужно регулярно, что увеличивает частоту возникновения указанных рисков. Естественно, финансовым спекулянтам значительно удобнее торговать сортом Brent.

Финансовым спекулянтам, формирующим на мировых рынках цену на нефть, гораздо удобнее и менее рискованно использовать маркер Brent, чем WTI

Удобство пользования (в разных его проявлениях) является важным фактором применимости того или иного инструмента. Так, фьючерсный контракт на Brent в 1980-е годы запускался на IPE

(Лондонской международной нефтяной бирже — предшественнице ICE) трижды: рынок поначалу не принимал более высокие объемы стандартного контракта (сначала на 10 тыс., потом на 5 тыс. баррелей), пока ему не был предложен — и рынком не был принят — действующий и по сей день типоразмер контракта на 1000 баррелей.

Основной узел торговли WTI — в Кушинге, Оклахома: именно его загрузенностью часто объясняют расширение спреда Brent-WTI, но статистика не всегда это подтверждает

Brent — нефть морской добычи, и поэтому имеет прямой выход на мировой рынок. С самого начала освоения нефти Северного моря в середине 1970-х годов примерно треть добываемой в английском секторе нефти, эталоном для которой был и остается Brent, напрямую направлялась на экспорт в США — в основном как «долевая» нефть американских компаний-участниц консорциумов по освоению североморских месторождений.

Нефть Brent гораздо удобнее для трейдеров, несмотря на определенные проблемы в физическом сегменте ее рынка (в частности, продолжающееся падение добычи в Северном море). На бирже ICE Futures Europe в Лондоне объем торгов фьючерсами Brent за 11 месяцев 2012 года вырос на 12%, а объем опционов на покупку фьючерсов — более чем на 300%. В 2013 году вес Brent в наиболее популярном у инвесторов индексе сырьевых товаров S&P GSCI увеличится, а тexasкой нефти — снизится.

На потерю нефтью марки WTI глобального статуса влияет также более быстрый рост развивающихся экономик, чей импорт привязан к марке Brent

Вероятно, именно удобство использования объясняет стабильное увеличение объема торговли фьючерсом на Brent, тогда как объемы торговли WTI в послед-

WTI — ВОСХОД, ЗЕНИТ И ЗАКАТ НЕФТЯНОГО МАРКЕРА

WTI — это нефть внутриконтинентальной добычи США, поставки которой связаны с уровнем накопленных товарных запасов в основном узле торговли — в Кушинге, Оклахома, и загрузенностью трубопроводной системы страны по разным направлениям, завязанным на этот узел.

Американская нефть (WTI) была эталоном в международной торговле нефтью в период 1928–1969/1973 годов. Это первый и второй этапы эволюции структуры мирового нефтяного рынка, когда механизмы ценообразования в международной торговле нефтью (однобазовая и двухбазовая система цен) определялись компаниями Международного нефтяного картеля (известные как «Семь сестер») в рамках Ачнакарского соглашения. Цена сиф в этот период в любой точке доставки определялась по принципу «кост-плюс» («нет-форвард»), исходя из предположения, как будто бы вся нефть в это время в международной торговле происходит из (добывается в) США и доставляется в любую точку доставки в международной торговле (на втором этапе — только в те, которые расположены к западу от т.н. «нейтральной точки») из района Мексиканского залива.

Отсюда историческая привязка к американской нефти (с 1930-х годов, после открытия месторождения Западный Техас, — к WTI) в качестве международного маркера, каковым он и оставался (единственным или наряду с некоторыми другими сортами) на всех этапах эволюции мирового рынка нефти.

WTI был единственным (до начала 1970-х годов) и одним из двух основных, наряду с легкой арабской нефтью Саудовской Аравии (в период 1970-х — первой половины 1980-х годов), маркерных сортов на рынке физической нефти. С середины 1980-х годов WTI стал главным (в паре с Brent) маркерным сортом на рынке бумажной нефти, где только сейчас, спустя почти 30 лет, начал уступать свои лидирующие позиции нефти Brent — второму главному маркеру в тандеме.

Динамика запасов нефти в терминале Кушинг*



* по данным EIA

ние годы показывают снижение после десятилетий лидерства в качестве основного маркерного сорта (см. «Объемы торгов фьючерсами...»).

Это — причины дополнительной привлекательности нефти Brent. Но есть и причины ухудшения привлекательности нефти WTI.

Узкое место Кушинг

Основной причиной изменения спреда со стороны рынка физической нефти США считается состояние товарных запасов нефти в США в Кушинге, который является потенциальным узким местом производственно-сбытовой цепочки нефти WTI по

объективным инфраструктурным причинам. При малом количестве накопленных товарных запасов владельцы нефтехранилищ стремятся их пополнить, следовательно, спрос и цена на нефть WTI растет. Именно загруженностью этого узла отраслевые специалисты часто объясняют ситуацию с расширением спреда Brent-WTI.

Нефтетранспортная инфраструктура США перестала справляться с поставками WTI на мировые рынки, отмечает Управление энергетической информации при Министерстве энергетики США (Energy Information Administration - EIA). Произошло затоваривание западнотехасской нефтью, что оказывает понижающее влияние на цены физических поставок WTI.

По сообщению EIA, в последнее время трейдеры все чаще отказываются от торговли нефтью WTI, поскольку рекордные запасы этой нефти на терминале Кушинг искажают динамику котировок этого сорта. А именно запасы нефти на этом терминале влияют на определение биржевых котировок WTI через связь физического и бумажного рынка на нефть WTI через механизм поставочных фьючерсов.

График запасов в Кушинге действительно свидетельствует о перегруженности терминала (см. «Динамика запасов нефти в терминале Кушинг»). Тем не менее, спред появился в 2011 году и рос большую часть года, тогда как за-



пасы Кушинга устойчиво снижались уже с начала 2011 года.

В 2012 году запасы терминала очень резко увеличились, что, однако, не повлекло за собой снижения цены WTI — она росла вслед за Brent. Все это, как минимум, заставляет вернуться к объяснениям природы спреда между двумя сортами, лежащими в сфере финансового сегмента рынка бумажной нефти.

Финансовые инвесторы — за Brent

Кроме чересчур сильного влияния на цену локальных факторов, на потерю нефтью марки WTI глобального статуса влияет также более быстрый рост развивающихся экономик, чей импорт при-

вязан к марке Brent. В 2011 году доля нефти Brent в расчете индекса S&P GSCI (бывший товарный индекс Goldman Sachs), служащего показателем инвестиций в товарные рынки, возросла на 6,3%, а доля WTI снизилась на 3%.

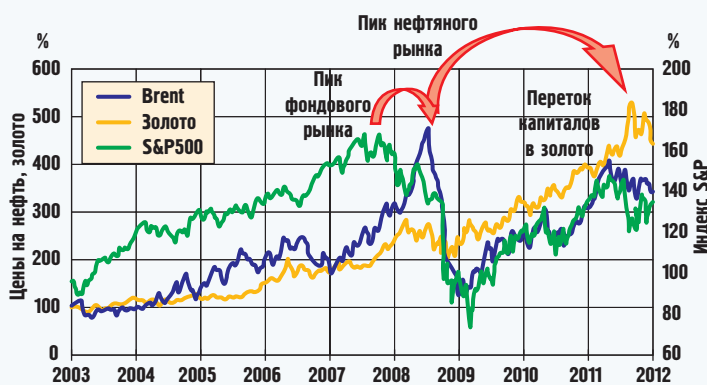
Инвестиционные деньги перетекают между сегментами рынка бумажной нефти: с цены на нефть марки WTI в цену Brent, оказываясь под влиянием и позитивных ценовых ожиданий потребителей

Инвестиционные деньги перетекают между сегментами рынка бумажной нефти: с цены на нефть марки WTI в цену Brent. Аналитики Morgan Stanley (один из системообразующих инвестбанков, формирующий своими прогнозами ожидания финансовых инвесторов на рынке бумажной нефти) в 2011 году заявили, что предпочитают выражать свой «бычий взгляд» через Brent.

В среднем в 2010 году на бирже ICE (т.е. с нефтью Brent) трейдеры совершили на 35% больше фьючерсных сделок, чем в предыдущем году. Активность же на бирже NYMEX по торговле нефтяными фьючерсами марки WTI, измеренная средним объемом открытых позиций, возросла за год лишь на 13%.

Помимо прямого роста цен на Brent через приток инвестиционных денег и формирование повышенного спроса на нефтяные бумаги, при сложившейся ситуации

Взаимосвязь рынков акций, нефти и золота*



* на основе данным finam.ru

на изменение цен оказывают влияние и позитивные ценовые ожидания потребителей. Исследователи биржи NYMEX еще в 2009 году заявили, что компании и трейдеры держат нефть марки Brent в танкерах (обычно — на внешнем рейде стран-потребителей, например на внешнем рейде Нью-Йорка) для последующей продажи при более высоких ценах.

С декабря 2012 года Минэнерго США будет использовать нефть Brent в качестве ценового ориентира при составлении своих прогнозов — вместо WTI

Понятно, почему для будущей фиксации прибыли они хранят в танкерах на плаву нефть именно этой марки, а не WTI — нефть марки Brent загружается в танкер непосредственно на промысле.

Вероятно, данный факт также повлиял на рост спреда Brent-WTI. Особенно с учетом уже доказанного факта (в результате серии исследований американского Конгресса и Сената) о накоплении товарных запасов в танкерах на плаву аффилированными с крупнейшими инвестиционными банками нефтетрейдерами в период роста цен на мировом рынке нефти в середине 2000-х годов, который активно подогревался прогнозами аналитиков этих инвестбанков о дальнейшем росте цен на нефть.

Колебания нефтяных цен — отражение межсегментных перетоков огромных объемов глобальных финансовых ресурсов, оптимизирующих бизнес глобальных спекулянтов: из рынка акций — в нефть, отсюда — в золото и т.д.

Однако финансовые спекулянты могут с такой же легкостью работать и на медвежьем рынке, играя на понижение цен. Например, через механизм «коротких продаж», также известных как продажи без покрытия, при которых можно получать прибыль при падении стоимости ценных бумаг.

Итак, Brent постепенно вытесняет WTI в качестве основного мирового нефтяного маркера, как по объемам связанной с этим сор-

том биржевой торговли, так и по неторговым характеристикам.

Смена ориентиров

По сообщению Financial Times от 07.12.12, Управление энергетической информации при Министерстве энергетики США (EIA) отныне будет использовать нефть Brent в качестве ценового ориентира при составлении своих прогнозов — вместо WTI. В опубликованном тогда же прогнозе 2013 EIA уже использовало Brent.

EIA отмечает, что в последнее время розничные цены на топливо на американском рынке, прежде всего на бензин и дизель, отражают движение котировок Brent и в гораздо меньшей степени следуют за WTI (логика поведения розничных продавцов понятна: это дает им возможность получать более высокую маржу).

С ростом цены на нефть растут объемы биржевой торговли ею — на волатильный рынок бумажной нефти приходят игроки, желающие заработать, при этом сегмент нефти Brent для финансовых спекулянтов является более привлекательным, чем нефти WTI (по причине, изложенной выше), спрос на бумаги, привязанные к нефтяным фьючерсам на Brent, растут опережающими темпами, а значит, и цена на нефть Brent растет быстрее, чем на WTI.

В среднем по недельным данным с 2011 года, когда начал наблюдаться высокий спред, цена на нефть Brent росла на \$2,63, тогда как на WTI всего лишь на \$2,46, при этом Brent росла на четыре недели дольше, чем WTI. Более волатильной нефть Brent оказывалась и во время снижения: в среднем она падала на \$3,53, тогда как WTI только на \$3,00. В результате за рассматриваемый период цена на WTI снизилась на 2,2%, а на Brent выросла на 15,7%.

Итак, сорт Brent более волатилен, то есть при изменении конъюнктуры цена на него меняется сильнее как в сторону роста, так и в сторону снижения. В последние годы мы видели в целом повышательный тренд цен на нефть, поэтому и спред был положительным. Если же ситуация изменится и цены резко пойдут вниз,

вероятно, мы увидим отрицательные значения спреда.

Прогноз по спреду связан с прогнозом ликвидности на всех ключевых финансовых рынках и способности капитала к горизонтальным миграциям между различными сегментами глобального финансового рынка. Многократно (на порядок) превышая по стоимостному объему операционный рынок физической нефти, рынок бумажной нефти остается на уровне 1–2% от объема глобального финансового рынка (то есть, разрыв также на порядок — но в меньшую сторону).

Рост, а затем падение цен на нефть во второй половине прошлого десятилетия, по сути, были отражением сложной траектории горизонтальных миграций огромных объемов ликвидных финансовых ресурсов, перетекающих с одного сегмента глобального финансового рынка в другой и оптимизирующих инвестиционные портфели глобальных спекулянтов: из рынка акций — в нефть, отсюда — в золото и т.д. (см. «Взаимосвязь рынков акций, нефти и золота»).

После кризиса 2008 года мы фактически не наблюдаем восстановления экономики и роста реального сектора, тогда как финансовые рынки практически восстановились и в целом показывают рост, с точки зрения реальной экономики, неоправданный. Это означает, что, возможно, нам предстоит увидеть вторую волну кризиса.

Если ситуация будет развиваться по предыдущему сценарию 2007–2009 годов, капиталы будут поочередно переходить из наиболее рискованных секторов глобального финансового рынка в менее рискованные, формируя тем самым неизбежные финансовые пузыри на этих рынках.

Можно прогнозировать следующую картину: капиталы уходят из евро и других наиболее рискованных активов на рынки акций; после падения рынков акций ликвидность уходит в сырье, затем в золото, после чего в доллар — в облигации США с гарантированным возвратом. Соответственно, в момент падения цен на нефть, цены на Brent будут падать значительно сильнее, чем на WTI, возвращая спред к отрицательным значениям. 