



# Виртуальные игры с нулевой суммой и реальными последствиями для нефтяной отрасли

---

АЛЕКСАНДР ЛОПАТНИКОВ

Член Наблюдательного совета ИРТТЭК, управляющий партнер ООО «ААР»

АЛЕКСАНДР РУМЯНЦЕВ

Директор по финансовому моделированию ООО «ААР»

Эмоциональное воздействие событий на рынке нефти 20 апреля текущего года было достаточно сильным. Вопрос, который пока остался без ответа, – какими будут долгосрочные последствия для глобального рынка нефти. Мы полагаем, мир, похоже, осознал, что даже нефть имеет ограничения по спросу. Что именно разрушили отрицательные цены на фьючерсные контракты? Почему виртуальная нефть не поместилась в реальные хранилища Кушинга? Что изменили события 20 апреля для отрасли? Попробуем разобраться с этими вопросами, исходя из доступной на настоящий момент информации.

Броские заголовки информационных агентств о том, что «20 минут разрушили рынок нефти» (Bloomberg – прим. Ред.), создали устрашающий новостной фон и вернули в профессиональный дискурс несколько подзабытую тему совместности рынков физической и бумажной нефти. Деривативы, которые Уоррен Баффет, американский предприниматель, один из крупнейших и наиболее известных в мире инвесторов, назвал «финансовым оружием массового поражения», были и остаются темой малопонятной для большинства, а потому пугающей. Однако это не останавливает ни спекулянт-любителей, ни профессиональных игроков в стремлении заработать на них. Ценовой курьез 20 апреля 2020 года на рынке бумажных фьючерсных контрактов на нефть WTI имел реальные последствия для потерявших физические деньги. К счастью, таких было относительно немного. Гораздо большее влияние этих событий в разрушении веры в то, что нефть – это товар, который имеет ценность в любой ситуации. Теперь рынок осознал, что это так, но не всегда. Надолго ли он это запомнит – покажет время.

Про то, зачем существуют рынки фьючерсов вообще и нефтяных фьючерсов в частности, написаны тома. Как и про то, в чем разница между нефтью физической и деривативными инструментами – контрактами, где стороны с самого начала не собираются поставлять или забирать нефть. Меньше исследуется вопрос связи между физической и контрактной нефтью. Поэтому особенно интересно понять, что именно «разрушили», если следовать мысли Bloomberg, отрицательные цены по контрактам на нефть WTI, зафиксированные 20 апреля 2020 года.

Начнем с конца. На наш взгляд, они разрушили стереотип абсолютной ликвидности нефти. В чем практическое значение нового для рынков знания о том, что даже нефть временами бывает неликвидом? Скорее всего, в том, что мы еще раз убедились: век нефти долг, но не вечен, и отрасли нужно привыкать к этому.

Что касается разного рода спекуляций и спекулянтов на финансовых инструментах, производных от нефти, важно помнить, что биржевые спекуляции – это игра с нулевой суммой. Каждый день кто-то выигрывает, кто-то проигрывает. В этом смысле события 20 апреля на рынке фьючерсных контрактов WTI не были выдающимися. От рядовых взлетов и падений их отличало два обстоятельства – то, что фьючерсные контракты были на нефть, и то, что участники спекуляций не были готовы к ситуации, когда на рынке может исчезнуть ликвидность. Даже если такая ситуация была кратковременной и вызвана в большей степени техническими обстоятельствами.

## ПОСТРАДАВШИЕ В КИТАЕ

На то, что создавшаяся на рынке фьючерсных контрактов ситуация является скорее курьезом, чем знамением для рынка, указывает и тот факт, что наиболее пострадавшими оказались розничные китайские инвесторы, клиенты Bank of China, купившие финансовый продукт с броским названием «Юань Ю Бао» или «нефтяное сокровище».

При чем здесь Bank of China и розничные китайские инвесторы? Китайским инвесторам с 2017 года запрещено напрямую инвестировать во фьючерсы на иностранных биржах. Ограничение было введено регулятором во избежание спекулятивных и нелегальных инвестиций. Доступ к иностранным финансовым инструментам, включая фьючерсные контракты, возможен для индивидуальных инвесторов через механизм управления накоплениями квалифицированных инвесторов. Industrial and Commercial Bank of China (ICBC) был первым среди китайских банков, который в 2013 году начал предлагать первый финансовый продукт, привязанный к фьючерсным контрактам на нефть. Аналогичные продукты предлагали своим клиентам и другие крупные китайские банки, включая Bank of China (BoC), Agricultural Bank of China (ABC), China Construction Bank (CCB), Bank of Communications (BoComm), China Minsheng Bank и Ping An Bank.

В отличие от международных инвесторов, которые покупают и продают контракты на тысячи баррелей, китайские покупают производные контракты, предлагаемые местными банками размером от 0,1 барреля и стоимостью от 14 юаней. Инвесторы имеют право открывать длинные и короткие позиции, обязаны вносить 100% депозит и не могут использовать кредитное плечо. Цены в договорах устанавливаются в юанях и привязаны к цене фьючерсных контрактов на ближайший месяц.

Китайские регуляторы устанавливают пять категорий риска для инвестиционных продуктов, используемых для управления накоплениями (wealth management products) – от минимального R1 до максимального R5. По данным агентства Caixin, контракты на нефтяные фьючерсы регулятор относит к категории R3 – инструментов для управления накоплениями, т.е. они считаются сбалансированным инвестиционным продуктом с умеренным риском. Однако в реалии малый размер минимального контракта и низкая цена входа означают переупаковку продукта с высоким риском – каким очевидно является фьючерсный контракт на нефть, с последующей продажей его непрофессиональным розничным инвесторам, которые не понимают реального риска инвестирования в этот инструмент. Одним из таких продуктов и был Юань Ю Бао, привязанный к ценам на фьючерсные контракты на разные марки нефти, включая WTI и Brent, об этом сообщил китайский телеканал CGTN.

Более того, китайские банки в 2020 году вели агрессивный маркетинг финансовых продуктов, привязанных к нефтяным фьючерсам, рекомендуя инвесторам воспользоваться коррекцией цены для увеличения размера своих позиций. Более 100 тыс. розничных китайских инвесторов купили производные контракты в надежде получить прибыль при восстановлении цен на нефть. Общий портфель фьючерсных контрактов, на нефть WTI и Brent у трех крупнейших банков ICBC, CCB и BoC, по некоторым оценкам, вырос до \$3 млрд. С начала марта число клиентов Bank of China, инвестировавших в Юань Ю Бао, выросло с 3 тыс. до 13,7 тыс., а объем транзакций с 320 млн до 1,2 млрд юаней в неделю. Приток желающих купить подобные контракты был настолько большим, что ICBC вынужден был

остановить их продажу 13 марта, поскольку выбрал квоту, установленную государственным регулятором на покупку инструментов в иностранной валюте.

Дальше случилось то, что теперь войдет в историю, как «черный понедельник» на рынке нефти. 20 апреля 2020 года, за день до истечения майских фьючерсных контрактов на нефть WTI, цены на нее в течение примерно 20 минут рухнули с \$17,85 до минус \$37,63/барр. До 14:08 по времени часового пояса Восточного побережья США цена на фьючерсы WTI никогда не была нулевой, а тем более отрицательной. За следующую минуту 83 майских фьючерсных контракта, эквивалент 83 тыс. барр нефти, были проданы по цене \$0/барр. За минуту до расчетного времени, которое наступало в 14:30, один майский контракт был продан по невысказанной ранее цене – минус \$40,32/барр. Об этом писал американский журнал Institutional investor.

Поскольку итоговая цена взаиморасчетов устанавливается биржей усреднением, итоговая цена фьючерсного контракта WTI установилась на отметке минус \$37,63/барр. Всего по данным CME, 20 апреля 2020 года по отрицательной цене было продано 14 тыс. 913 фьючерсных контрактов. Это без малого 15 млн баррелей нефти – примерно столько, сколько в день потребляют США.

Президент Трамп во время брифинга в тот день отметил, что готов купить любые объемы нефти по отрицательным ценам для заполнения стратегических запасов. Правда, на том же брифинге он говорил и о том, что отрицательные цены на нефть – это исключительно финансовый феномен, а также о возможной блокировке поставок саудовской нефти для поддержки собственных нефтяников.

На следующий, последний день торговли майскими фьючерсами, после рекордного обвала днем раньше (до этого минимум был в 1986 году, когда цена обвалилась до \$10,42/барр), цена резко взлетела, завершив день на положительной отметке в \$10,01/барр.

Во вторник 22 апреля Bank of China приостановил на день торговлю финансовыми продуктами, основанными на фьючерсных нефтяных контрактах, а в среду 23 апреля перестал открывать новые позиции «до прояснения ситуации». Аналогично поступили и другие крупные китайские банки.

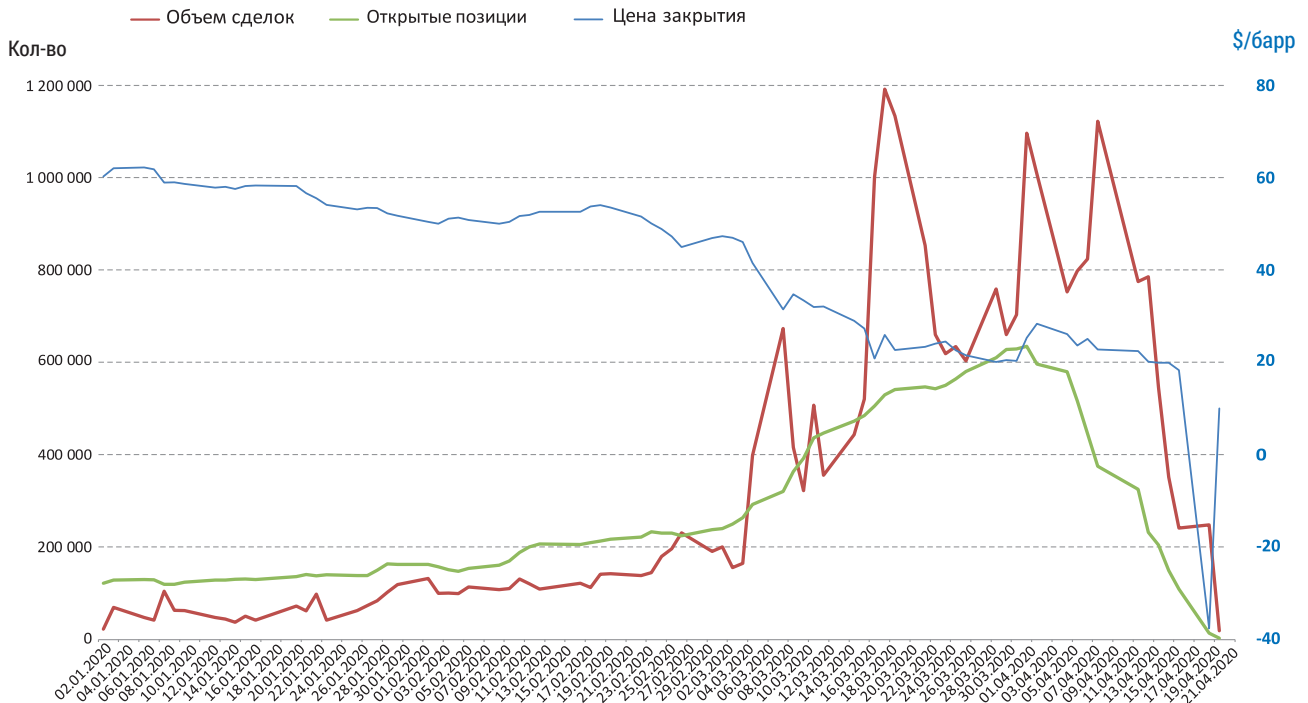
Выяснять, как оказалось, нужно было вопрос, интересовавший инвесторов, которые потеряли деньги: кто компенсирует убытки? Многие клиенты банка обвиняют его в том, что цена для расчетов по инструментам была установлена в самой низкой точке, а не тогда, когда к концу торгов цена контракта снова стала положительной.

ЦЕНЫ НА ФЬЮЧЕРСЫ WTI, 1983-2020 гг.



Источник: Thomson Reuters

## ДИНАМИКА ОБЪЕМОВ, ОТКРЫТЫЕ ПОЗИЦИИ И ЦЕНЫ НА МАЙСКИЕ ФЬЮЧЕРСЫ WTI



Источник: Thomson Reuters

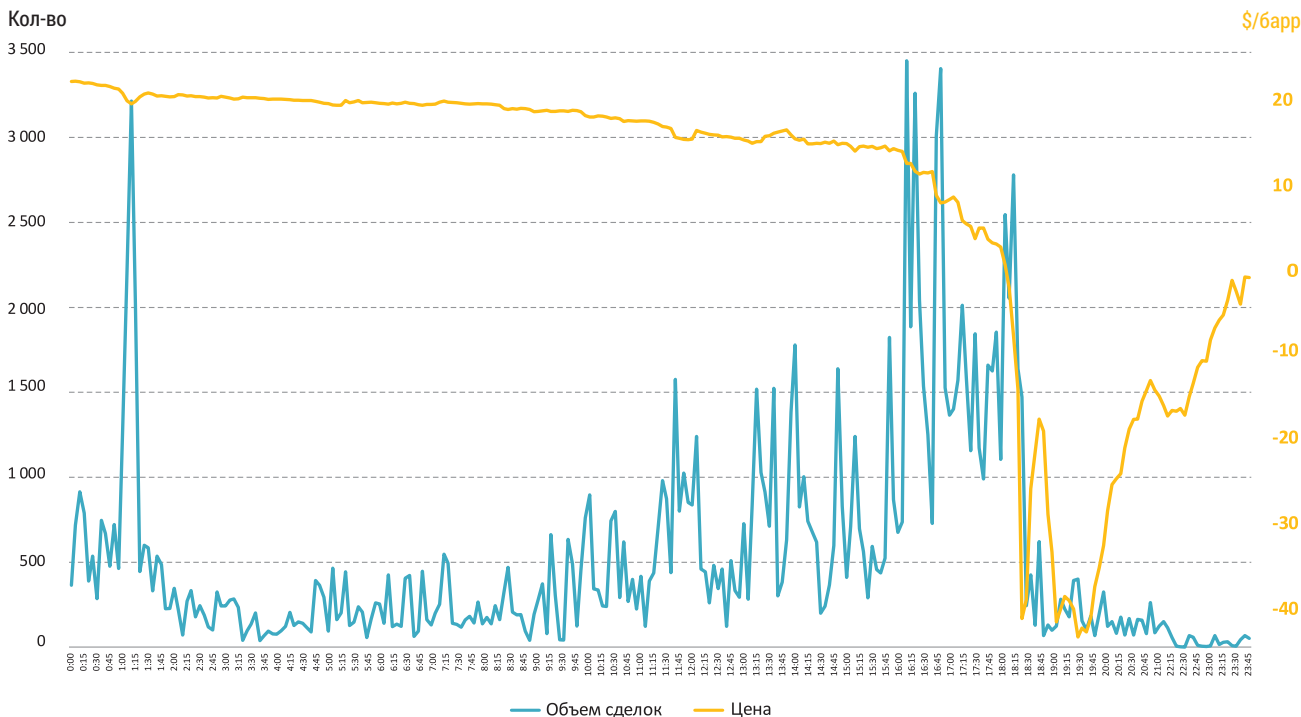
В результате этого инвесторы потеряли суммы, втрое превышавшие размер депонированной маржи по инструменту, поскольку банковская система не сообщила им по SMS, когда цена упала до 50% от размера депозита, и не ликвидировала позиции в момент, когда цена упала ниже 20%, как должно было быть по условиям данного финансового инструмента. Часть инвесторов жаловались, что система перестала работать и они не могли самостоятельно ликвидировать позиции. При этом утром следующего дня инвесторы получили оповещение о необходимости компенсировать убытки по контрактам. Более того, по некоторым данным, незакрытыми в период самых низких цен оставались только несколько тысяч контрактов, а сообщение об убытках пришло всем держателям контрактов, открытых 20 апреля.

Банк ответил, что цену расчетов по данным инструментам устанавливает биржа (CME Group) и согласно им она определяется как «средняя цена за период между 2:28 до 2:30 утра по пекинскому времени», что он активно обсуждает ситуацию с Chicago Mercantile Exchange и другими участниками рынка. При этом было заявлено, что «сложившаяся ситуация не нарушила ни прав клиентов, ни их возможностей извлекать выгоду». Кроме того, по мнению банка, даже если бы сообщения о снижении цены пришли вовремя, «это бы не привело к принудительному закрытию позиций, пока цены не стали отрицательными», т.е. для тех, у кого они оставались открытыми, расчетная цена определялась бы по правилам биржи.

Возможно, такое объяснение сошло бы, если бы пострадавшими оказались несколько зарвавшихся спекулянтов. Но спекулянтов оказалось около 60 тыс., а их общие потери составили примерно 10 млрд юаней, или \$1,4 млрд. Китайское финансовое агентство Caixin приводило свидетельства индивидуальных инвесторов, один из которых потерял не только все 50 тыс. юаней (\$7,063 тыс.), что инвестировал в Юань Ю Бао, но и оказался должен банку 80 тыс. юаней. Убытки другого инвестора составили 9,2 млн юаней. Сколько всего денег потеряли китайские инвесторы, пока непонятно. По некоторым оценкам, всего в этот продукт было вложено всего около 4,2 млрд юаней, дополнительный долг инвесторов перед банком оценивается в еще 5,8 млрд юаней.

Инвесторам в деривативные продукты банков ICBC и CCB повезло больше – они ограничили размер потерь, закрыв майские контракты раньше или перенеся часть из них на контракты следующего месяца. Датой, которая была заранее определена как день закрытия продуктов Bank of China, было 20 апреля 2020 года. В соответствии с условиями контрактов, банк в 10 вечера заморозил незакрытые инвестиционные счета клиентов для того, чтобы произвести итоговые расчеты. В этот момент контракты на нефть WTI торговались по цене примерно \$11 / барр, но почти сразу после этого рухнули до минус \$40 и к 2:30 утра по пекинскому времени закрылись на отметке минус \$37,63 / барр, на цене, по которой утром Bank of China предложил инвесторам

## ДИНАМИКА И ЦЕНА КОНТРАКТОВ WTI 20 АПРЕЛЯ 2020 г. (ВРЕМЯ УКАЗАНО GMT)



Источник: Thomson Reuters

провести окончательный расчет по Юань Ю Бао в точном соответствии с условиями договоров.

Отметим, что финансовые инструменты, привязанные к цене на нефть, спекулировать которыми пытались различные китайские инвесторы, были не просто производными, а производными от производных. Договор между частными инвесторами и китайскими банками был беспоставочным, т.е. не предусматривал, что стороны будут поставлять или получать физическую нефть, в то время как договор между банком и брокером такую поставку предполагал, если стороны не исполнят его в денежной форме. В качестве брокера Bank of China нанял JPMorgan Chase & Co. и VOC International Holdings.

Большинство контрактов китайских банков позволяют клиентам автоматически переносить позиции на следующий месяц. Пока цены на нефть устойчиво росли в 2019 году, инвесторы, не делая ничего дополнительно, получали по таким контрактам годовую доходность 10%, а банки свою комиссию. Однако после того как динамика цен на нефть с началом 2020 года стала меняться, инвесторы почувствовали, что такие контракты могут оказаться довольно рискованными. К тому моменту, когда банк ICBC перенес майские контракты на июньские, некоторые из инвесторов потеряли до четверти стоимости своих позиций по фьючерсным контрактам.

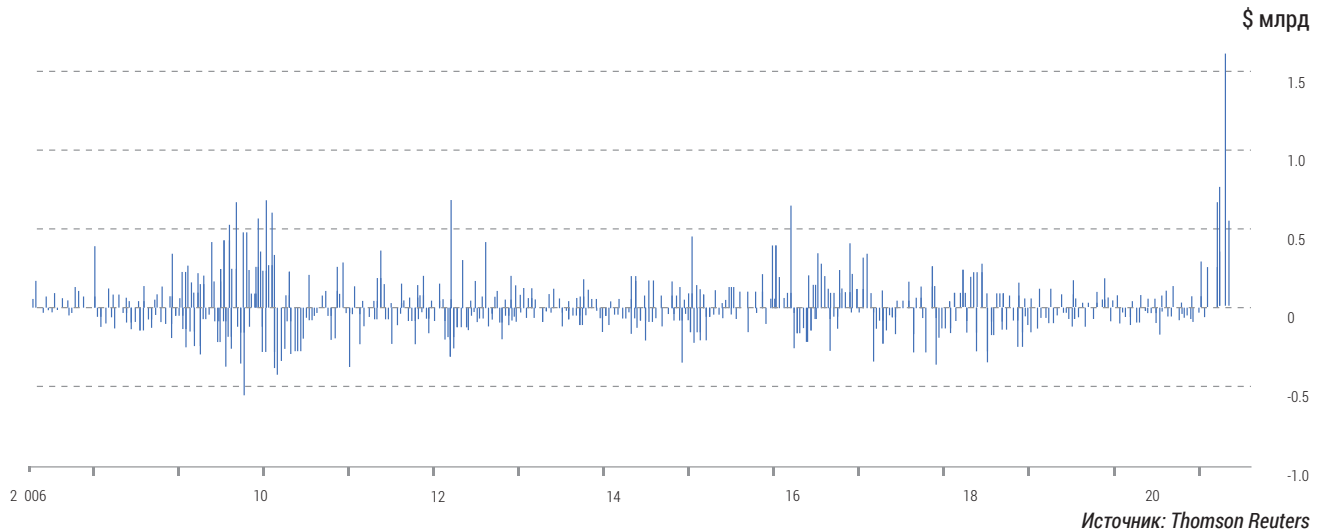
Инсайдеры, опрошенные Saixin, недоумевали, почему Bank of China выбрал в качестве даты реновации майских контрактов день перед их экспирацией. Поскольку фью-

черные контракты на WTI поставочные, не закрывший позицию покупатель должен будет забрать физическую нефть из хранилища в Кушинге, штат Оклахома. Возможное объяснение может крыться в желании конкурировать с другими банками, снижая комиссии и издержки, поскольку в нормальных условиях, когда ликвидность рынка высока, чем ближе к дате экспирации, тем цены на контракты ближе к спотовым (цена фьючерса следующего месяца), а значит, меньше затраты на перенос позиции на следующий месяц.

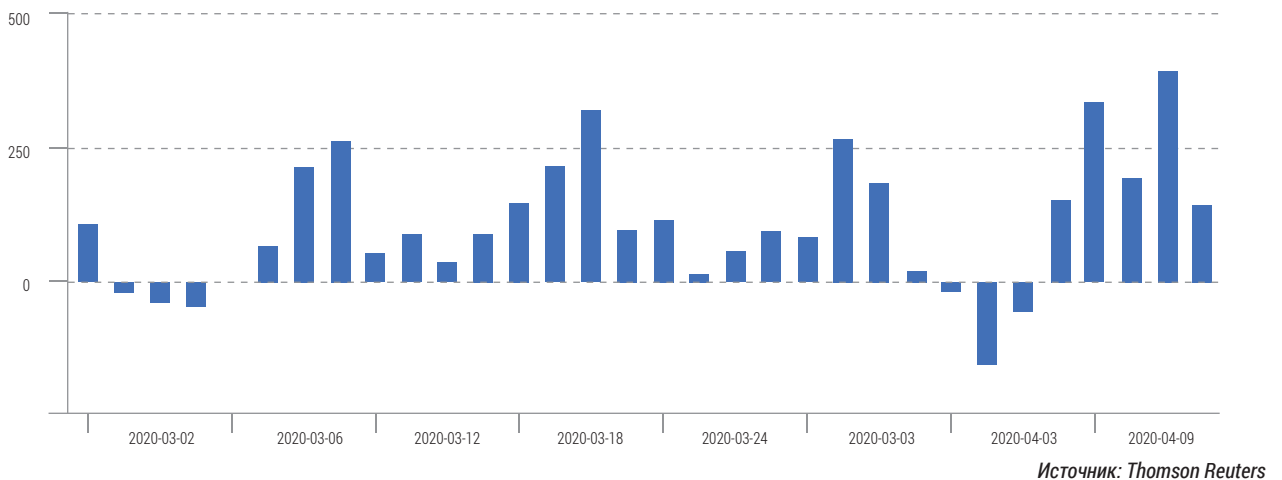
Однако в апреле с ликвидностью на рынке возникли проблемы. Цены на майские фьючерсные контракты на нефть WTI находились под давлением с 8 апреля, после того как CME Group сообщила, что проверила работоспособность торговых систем биржи «в случае, если возникнет ситуация», когда цены на ее основные нефтяные контракты окажутся отрицательными. United States Oil Fund (USO), крупнейший из нефтяных ETF фондов, в течение четырех последующих дней сокращал свои позиции. К 14 апреля, после того как стал расти спред между ценами майских и июньских контрактов, свои контракты продали два китайских банка ICBC и CCB.

Риски для инвесторов в Юань Ю Бао и подобные продукты резко выросли после того, как биржа CME Group с 15 апреля 2020 года (удивительно своевременно) изменила правила торгов, допустив для фьючерсов на нефть отрицательные цены как во время торгов, так и в качестве цены финального расчета. В заявлении биржи говорилось:

## КРУПНЕЙШИЙ НЕФТЯНОЙ ETF ВИДИТ РОСТ ПРИТОКА ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫХ ПОТОКОВ НЕФТЯНОГО НЕФТЯНОГО ФОНДА США



## ЕЖЕДНЕВНЫЕ ПОТОКИ USO, \$, мм

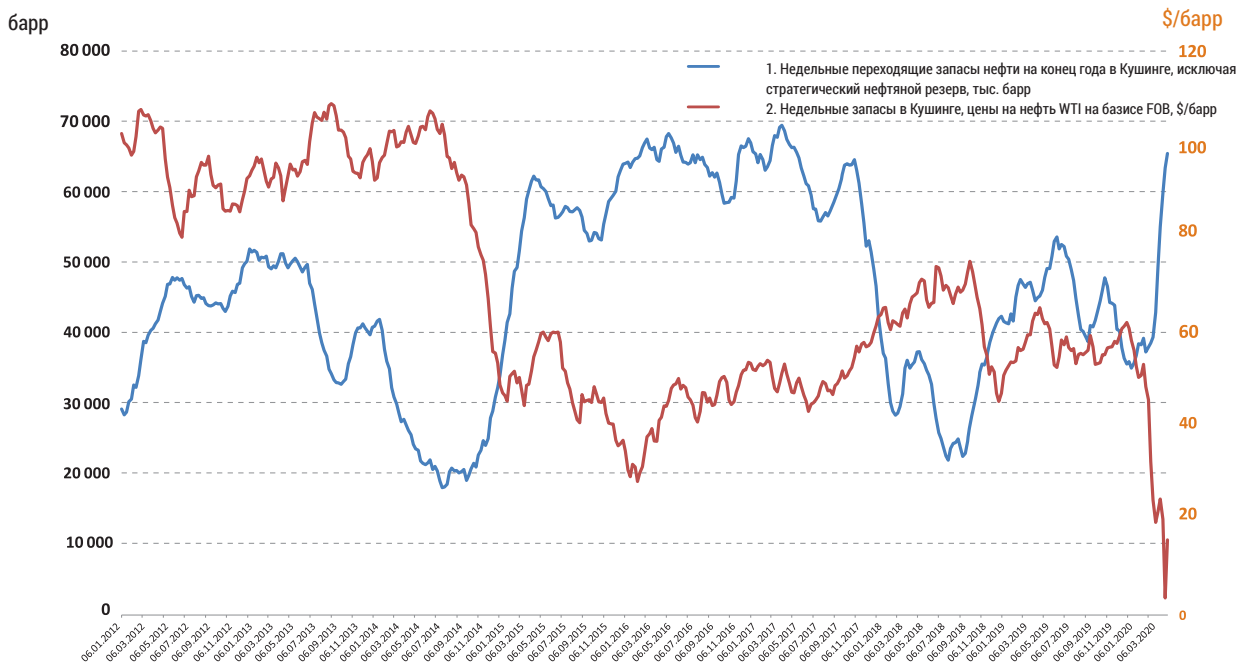


«Недавние события на рынке указывают на возможность того, что цены на некоторые фьючерсные контракты на энергоносители на NYMEX могут стать нулевыми или отрицательными в ходе торгов или при окончательном расчете по контакту, а опционы по этим фьючерсам могут иметь отрицательную или нулевую цену исполнения. Если такое произойдет, торговая и клиринговые системы CME продолжат работать в нормальном режиме, поскольку в них предусмотрен режим нулевых или отрицательных цен фьючерсов и цены исполнения опционов. Все файлы и сообщения имеют поддержку таких цен, а для ряда продуктов такое поведение цен отмечалось давно, например, для фьючерсных контрактов NYMEX BU (WTI-Brent Bullet) и опционов NYMEX BV по этим контрактам. Компании, которые хотят протестировать работу своих систем при отрицательных значениях фьючерсов или цен исполнения опционов, мо-

гут воспользоваться тестовым приложением CME's «New Release» для продуктов CL (нефтяные фьючерсы) и LO (опционы по этим фьючерсам)».

На следующий день, 16 апреля 2020 года, компания US Commodity Funds, управляющая крупнейшим ETF фондом United States Oil Fund с размерами активов \$3,9 млрд, сделала официальное заявление: «По мнению USCF условия, складывающиеся на рынке, могут привести к необходимости инвестировать средства фонда USO в «Иные инструменты, связанные с нефтью» (Other Oil-Related Investments), что позволит повысить ликвидность активов фонда или дать возможность осуществлять сделки по более выгодным ценам...Начиная с 17 апреля 2020 года и пока не будет сделано следующее заявление, а также пока не изменится ситуация на рынке или регуляторные требования, USO будет инвестировать примерно 80% портфеля контрактов

## ЗАПАСЫ НЕФТИ В CUSHING И ЦЕНА WTI 2012-2020 гг.



Источник: Thomson Reuters

по фьючерсами NYMEX и ICE в контракты ближайшего месяца и примерно 20% портфеля в контракты следующего месяца, до даты за две недели до даты экспирации контракта, после чего инвестиции будут перенесены на контракты второго и третьего месяца».

При этом фонд отметил, что такое решение может «повлиять на показатели фонда USO... в результате чего USO может не суметь выполнить свою инвестиционную задачу», т.е., стоимость его акций в определенные дни может отклоняться от динамики изменения цены на фьючерсы ближайшего месяца. До этого фонд USO покупал фьючерсы только ближайшего месяца на нефть WTI на биржах NYMEX и ICE и за две недели до даты экспирации этих контрактов переносил их, т.е. продавал их и покупал контракты следующего месяца.

Не последнюю роль в решении управляющей компании сыграл и тот факт, что с начала 2020 года USO привлек дополнительно около \$6,2 млрд. Вложения инвесторов стали резко расти, по мере того как цены на нефть WTI упали с \$46,78/барр 2 марта до \$20/барр 16 апреля, самого низкого значения с начала 2000-х. Инвесторы принесли в фонд дополнительные \$3,4 млрд, из них \$725 млн пришлось на неделю, когда было сделано объявление о смене стратегии USO.

Чем больше денег приходило в фонд, тем больше контрактов он должен был покупать. К 16 апреля число июньских контрактов на WTI, которыми владел USO, составляло 148 тыс. 264, или примерно 28% всех открытых позиций по этим контрактам. При этом в 2011 году Комиссия по торговле сырьевыми фьючерсами установила

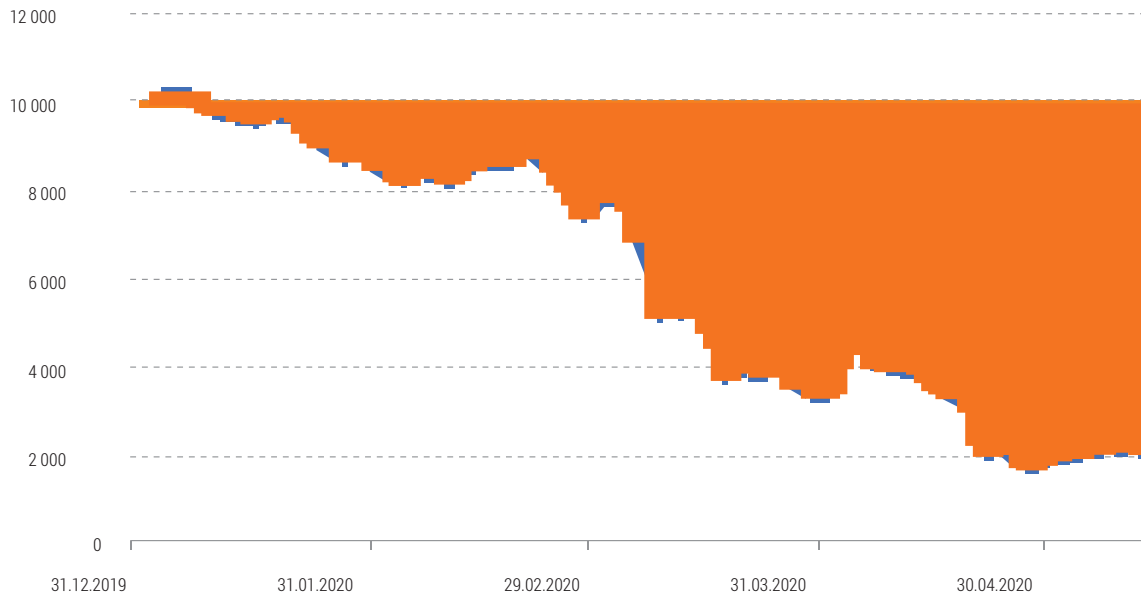
ограничение, согласно которому ни один инвестор не может держать более 25% объема ни по одному из торгуемых деривативных контрактов. Смена стратегии фонда хотя и не повлияла на события на рынке фьючерсов 20 апреля 2020 года напрямую, все же пришлось на период повышенной волатильности рынка и, безусловно, стала одним из негативных для рынка факторов.

Нервозности рынку фьючерсных контрактов WTI добавляло и то, что к 17 апреля емкости хранилищ в Кушинге были заполнены на 77% от общего объема примерно 91 млн барр. Конечно, это далеко не 100%, а кроме того, в прошлом бывало, что хранилища заполнялись и в большей степени, но это не приводило к отрицательным стоимостям контрактов на фьючерсы WTI.

В этот раз все совпало: вместе с объемами стратегического резерва нефти и уже законтрактованными объемами, поступающими по трубопроводам, хранилища фактически больше не могли принимать дополнительную нефть. Об этом сообщило агентство Reuters. Кроме того, до небывалых значений взлетела стоимость фрахта на все, что было способно плавать и накапливать нефть. Целая армада супертанкеров, загруженная нефтью из Саудовской Аравии, двигалась к Восточному побережью США. Даже главные спекулянты на нефтяной волатильности – хедж-фонды – не могли найти свободные емкости.

Очевидно, что покупатели продуктов, схожих с Юань Ю Бао, не предполагали, что цены могут быть отрицательными. Еще хуже, что не сработали системы управления рисками у продавцов таких продуктов. Тот же Bank of China не отследил изменения на рынке и не учел риски

## ПОТЕРИ ПРИ ИНВЕСТИРОВАНИИ 1 января В ФОНД USO, \$10 тыс.



Источник: Thomson Reuters

экстремальных потерь. К 20 апреля у Bank of China, а точнее у его клиентов, почти не было возможности выйти из контрактов, из которых 95%, по некоторым оценкам, были контрактами на покупку, без значительных потерь. Значительная часть этих потерь, вполне возможно, стала прибылью спекулянтов на коротких позициях по майским контрактам, которые в течение нескольких минут загнали цены по майским контрактам в отрицательную область, воспользовавшись неповоротливостью банка.

Многие участники рынка и пострадавшие инвесторы считают, что банк не вправе требовать от инвесторов покрытия убытков сверх размера их депозита по продукту, который и так составлял 100%. Тем более что китайские регуляторы требуют от трейдеров следить за тем, чтобы клиенты не могли потерять больше денег, чем их депозиты, и факт крупных потерь обязательно приведет к расследованию. Финансовый регулятор Китая пока публично не комментировал ситуацию с клиентами Bank of China, но после недавнего заседания призвал все финансовые организации усилить контроль рисков инвестиционных продуктов, связанных с глобальными сырьевыми товарами, а также обеспечить защиту интересов инвесторов и проанализировать соответствие пригодности предлагаемых продуктов типу инвесторов, которым их продают, писало деловое издание Caixin.

Bank of China в свою очередь заявил, что ведет диалог с инвесторами по вопросу урегулирования расчетов по контрактам. Если соглашения достичь не удастся, то спор будет передан в арбитражный суд, решение которого банк исполнит. Банк также заявил 29 апреля 2020 года, что может потребовать компенсации от внешних контрагентов и что он нанял юристов

для подготовки обращения в CME Group с просьбой расследовать причины «аномальной волатильности» цены на фьючерсные контракты.

Розничные инвесторы из Китая оказались не единственными пострадавшими от аномальной волатильности. Инвестирование на падающем рынке нефти в расчете на ее рост приносило доход многим игроками во время прошлых ценовых циклов. Однако, как оказалось, никто из них не учел реальных рисков инвестирования в индексные продукты, связанные с производными инструментами, в период небывалой ранее волатильности. Причем в точности по Толстому – разные несчастливые инвесторы оказались несчастливы по-своему.

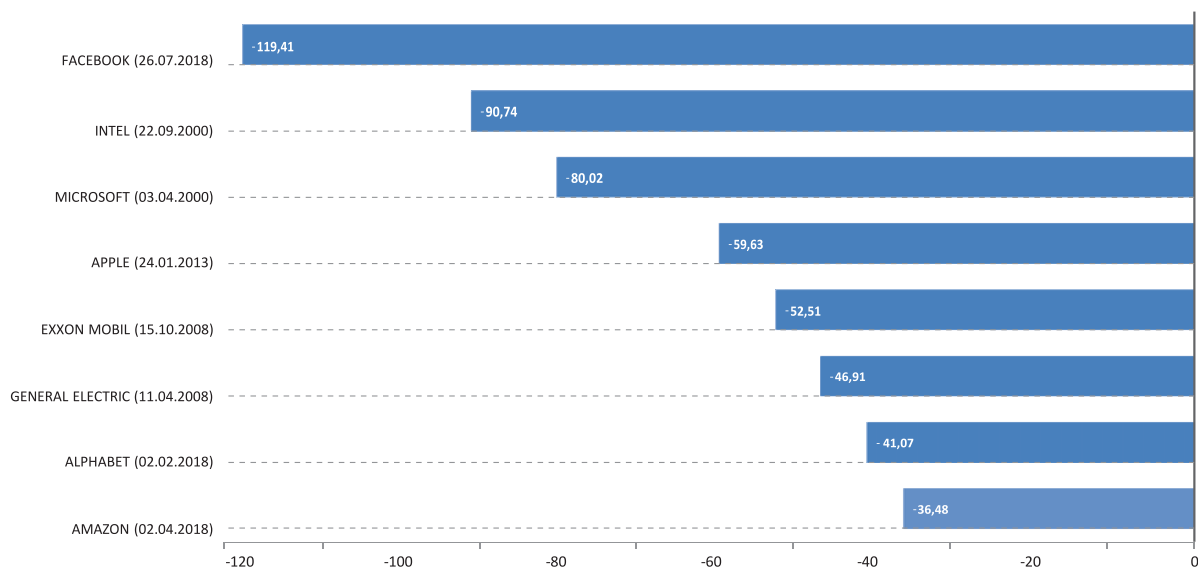
## ТЕМ ВРЕМЕНЕМ В РОССИИ

Драматичными события 20 апреля оказались и для российских инвесторов, у которых гораздо более популярны фьючерсные контракты на нефть марки Brent. На 20 апреля открытая позиция на майский фьючерс WTI составляла 60 тыс. 640 контрактов, причем длинные позиции были в основном сформированы розничными инвесторами (позиции по контракту имели более 700 человек).

Московская биржа предлагает фьючерсные контракты на WTI на основании лицензии от CME. Обращающийся на московской бирже фьючерс – беспоставочный; ценой исполнения контракта при экспирации является расчетная цена соответствующего фьючерса на NYMEX в предшествующий дню исполнения торговый день. Таким образом, майские фьючерсы на WTI на Московской бирже должны были быть рассчитаны 21 апреля по цене, сформировавшейся на NYMEX в конце торгов 20 апреля.



## ПАДЕНИЕ КАПИТАЛИЗАЦИИ ЗА ОДИН ДЕНЬ, \$ млрд



Источник: Thomson Reuters

Торги на срочном рынке Московской биржи проводятся с 10:00 до 23:50 по московскому времени, однако в соответствии с регламентом биржи, если на вечерней дополнительной торговой сессии, которая начинается в 19:00, котировки по фьючерсному контракту выходят за заранее установленный коридор колебаний цены (так называемая планка), то торги инструментом приостанавливаются до возвращения цены в коридор или, если этого не происходит, до следующего дня. Поэтому, после того как в 19:23 по московскому времени 20 апреля цена майского фьючерса достигла нижней границы коридора в \$8,84/барр, инвесторы на Московской бирже потеряли возможность закрыть свои позиции по меньшей цене. Им оставалось только наблюдать, как обвал цен на нефть стремительно увеличивает их убытки. В строгом соответствии со спецификацией контракта, торговля майским фьючерсом на WTI на Московской бирже произошла на следующий день по цене минус \$37,63/барр.

Совокупные убытки российских розничных инвесторов, имевших позиции в майском фьючерсе на WTI, оцениваются в пределах 1,5 млрд рублей. Социальные сети полны историй инвесторов, ставших должниками брокеров на суммы, многократно превышающие средства, внесенные ими в качестве биржевого депозита и составлявшие размер потерь, к которым они не были готовы.

По результатам этих событий Московская биржа, технические возможности которой пока не позволяют осуществлять торги по отрицательным ценам, перенесла дату экспирации следующего фьючерсного контракта с 19 мая на 30 апреля, а ряд российских брокеров ограничились клиентам возможностью приобретать

фьючерсы на WTI. Регуляторы вернулись к обсуждению вопроса о запрете на инвестирование в производные финансовые инструменты для неквалифицированных инвесторов. Удивительно, но пока это заметно не повлияло на активность розничных инвесторов, которые продолжили покупать нефтяные фьючерсы: средний дневной объем сделок с июньским фьючерсом на WTI, совершенных на Московской бирже за семь торговых дней, с 21 апреля до даты его экспирации 30 апреля, был более чем вдвое выше, чем среднедневной объем торгов злополучным майским фьючерсом в период с 1 по 20 апреля.

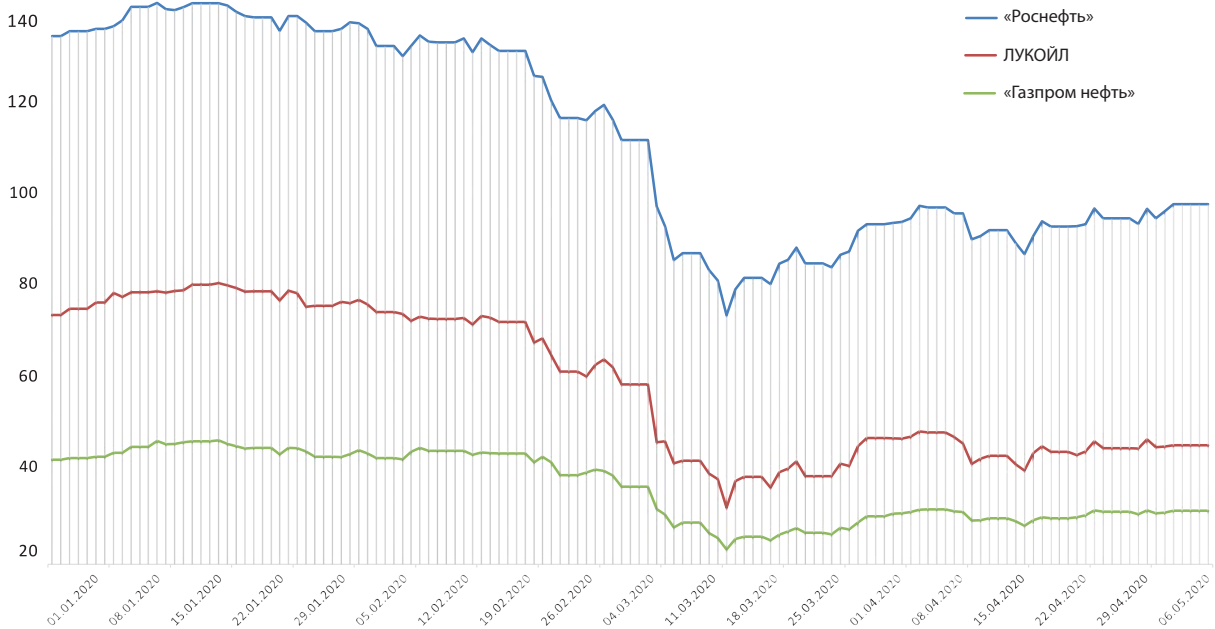
## ПОКУПАЙ, КОГДА НА УЛИЦАХ ТЕЧЕТ КРОВЬ, ДАЖЕ ЕСЛИ ОНА ТВОЯ

С тех пор, как барон Ротшильд сформулировал принцип «покупай, когда на улицах течет кровь, даже если она твоя», в психологии спекулянтов мало что изменилось. На мировом рынке нефти сегодня кровь продолжает течь. Аналитики крупных банков предупреждают, что цены на WTI останутся под давлением и в мае, поскольку хранилища нефти в США почти заполнились, что гарантирует продолжение ценовой волатильности.

Доходность фонда USO с начала года составила минус 80%, а его активы снизились до \$3,8 млрд. Charlie McElligott из Nomura Securities обратил внимание на то, что, если цены на фьючерсные контракты снова окажутся отрицательными, акционеры USO потеряют все свои инвестиции, а сам фонд еще и останется должником.

Другой американский фонд – BNO, инвестирующий во фьючерсы на нефть Brent, привлечший с начала

## СТОИМОСТЬ БИЗНЕСА (EV), \$ млрд



Источник: Thomson Reuters

2020 года более \$200 млн новых инвестиций, показал к маю доходность минус 61% и сейчас имеет капитализацию в примерно \$325 млн.

Не лучше ситуация и у многих других фондов, инвестирующих во фьючерсные контракты. По данным Financial Times, фонд Wisdom, финансовый продукт которого с тикером CRUD торгуется на нескольких европейских площадках, инвестирует в более долгосрочные контракты, чем USO. В этом году чистый приток средств в CRUD составил более \$600 млн, но активы фонда к 21 апреля составляли всего \$757 млн, доходность инвесторов с начала года – минус 78,3%.

Потери ETF фондов усиливает эффект кантанго на рынке нефти – спрос на нефть сегодня меньше завтрашнего, – в результате чего фонды, инвестировавшие в контракты ближайшего месяца, для сохранения позиции по фьючерсам на нефть продают текущие контракты дешевле, чем покупают следующие. На 17 апреля разница цене между майским и июньским фьючерсными контрактами NYMEX WTI составляла \$6,42 при цене в примерно \$20/барр, т.е. при переносе контракта нужно было доплатить примерно 30% его стоимости. Перенос позиции с июньского фьючерса на июльский потребовал бы доплаты в 15%.

Вероятность крупных потерь при спекуляции на ценах на нефть должны были бы останавливать розничных инвесторов в ETF, однако они явно недооценивали риски, становясь легкой добычей более опытных профессиональных игроков – сырьевых трейдеров и хедж-фондов, поскольку рынок фьючерсных контрактов – игра с нулевой суммой. Еще более разрушительными становятся

в подобной ситуации попытки спекулировать на заемные средства. Эмиссионные проспекты на все подобные продукты содержат детально прописанные условия прекращения их обращения, которые редко читают и еще реже понимают розничные инвесторы. Регуляторы рынка в США неоднократно напоминали, что финансовые инструменты, разрешающие использование заемных средств, непригодны для розничных инвесторов, поскольку могут приводить к непредсказуемым потерям. С начала марта 2020 года Barclays, UBS, Credit Suisse, Pro Shares и Velocity Shares были вынуждены закрыть 10 торгуемых на бирже продуктов, привязанных к нефти, в которые можно было инвестировать с кредитным плечом.

Отрицательные цены 20 апреля создали проблемы для биржевых брокеров. Показательна история, которую рассказал Bloomberg. Трейдеры, купившие контракты на брокерской платформе компании Interactive Brokers всего за несколько долларов или даже центов за баррель, не могли представить, что результатом этой покупки станут убытки. Причем причиной этих убытков будет не сама по себе нефть по отрицательной цене, а то, что компьютерная система брокера не предусматривала ситуации, когда цены на фьючерсные контракты окажутся отрицательными, и просто перестала работать.

Компьютерный терминал продолжал показывать цену в 1 цент/барр, когда она снизилась до нуля и продолжала падать. Один из брокеров, начав день 20 апреля 2020 года с почти \$77 тыс. на своем счете, закончил его с долгом Interactive Brokers \$9 млн. К счастью для своих клиентов компания признала наличие ошибки в своем программном обеспечении и согласилась погасить долги клиен-

тов, возникшие в период отрицательных цен. Самой компании эта ошибка будет стоить \$88 млн.

Обвал цен стал триггером целой череды скандалов, связанных с нефтетрейдерами, многие из которых расположены в Сингапуре. По разным оценкам, налоговые льготы – корпоративный налог для таких компаний установлен в размере 5% по сравнению, например, с 13%-ным налогом в Швейцарии – привлекли сюда примерно 60–80% всех сырьевых трейдеров, от нефтяных до торгующих сельхозпродукцией, об этом сообщал The Edge Markets.

То, что сингапурские трейдеры периодически оказываются в центре крупных финансовых скандалов, не новость. Наиболее резонансный скандал был связан с торговлей фьючерсами. Правда, это были фьючерсы на японский рынок акций, которыми в 1995 году тайно от банка Barings торговал печально известный трейдер Ник Лисон. Серьезные проблемы были и у трейдеров нефти и нефтепродуктов. Сегодня сингапурская пресса активно обсуждает будущее крупнейшего трейдера топливом для морских судов Hin Leong Trading Pte, который недавно признался в сокрытии убытков на примерно \$800 млн, а также реализации части нефти, заложенной по кредитам. В результате компания стала банкротом, оставшись должной банкам \$5,46 млрд.

Очевидно, что размер финансовых потерь, каким бы болезненным он ни стал для конкретных инвесторов или трейдеров, не выглядит катастрофическим по меркам финансовых рынков. Примеры однодневного падения капитализации, на порядки превышающие потери 20 апреля 2020 года, нередки и многочисленны. Многие компании, испытавшие резкое снижение цены своих акций, пережив его, только прибавили в стоимости. Среди них – недавнее рекордное обрушение капитализации на \$119 млрд компании Facebook Inc. 26 июля 2018 года. В 2000 году за один день на \$90 млрд падала капитализация Intel и на \$80 млрд – Microsoft. В 2013 почти \$60 млрд потеряла компания Apple. В 2018 году \$41 млрд за день теряла Alphabet (Google) и \$36,5 млрд – Amazon. Причем обрушения капитализации не всегда были вызваны фундаментальными коррекциями рынка в целом.

Есть в списке «рекордсменов» по однодневному падению капитализации и нефтяные компании. Рыночная стоимость Exxon Mobil за один день 15 октября 2008 года падала на \$52, 5 млрд. В тот раз причиной стало максимальное в истории обрушение индекса Dow Jones. Интересно, что это совпало с резким падением цены на нефть до \$74,62/барр после публикации отчета ОПЕК об ухудшении перспектив спроса на нефть в связи с замедлением мировой экономики. Сегодня падение до примерно \$75/барр 2008 года стало бы 300%-ным ростом для цены на нефть, что, возможно, говорит об ожиданиях на рынке тогда и сейчас.

В середине мая 2020 года рыночная капитализация Exxon Mobil составляла \$195 млрд. Примерно столько же стоит видеосервис Netflix. И это рост от локального минимума 23 марта 2020 года, когда капитализация Exxon Mobil падала до \$133 млрд. А всего с начала

года рыночная стоимость Exxon Mobil снизилась более чем на \$100 млрд.

Значительной оказалась потеря стоимости и у российских нефтяных компаний. Более правильно ее показывает не рыночная капитализация, а так называемый показатель EV (Enterprise Value) или Стоимость бизнеса. С начала 2020 года по начало мая вслед за падением цены на нефть стоимость активов «Роснефти» упала на \$36 млрд, ЛУКОЙЛа – на \$28 млрд, «Газпром нефти» – на \$11 млрд. Причем локальный минимум стоимости российских компаний пришелся не на 20 апреля, а был отмечен месяцем раньше – 18 марта 2020 года. На события 20 апреля рыночная стоимость компаний почти не отреагировала.

Даже если финансовые потери, вызванные отрицательными ценами на фьючерсные контракты на нефть 20 апреля, не велики по масштабам финансовых рынков, сам факт того, что цены стали отрицательными, не пройдет для отрасли бесследно. Популярная на рынке максима, что лучшим лекарством от низких цен являются низкие цены, вполне применима и к нефти. Снижение объемов и повышение эффективности добычи, консолидация производителей сланцевой нефти, пересмотр представлений об оптимальном объеме хранилищ – все это, безусловно, будет испробовано странами-производителями как минимум пока не восстановится спрос. Однако для всей мировой экономики нефть это не игра с нулевой суммой – поскольку создаваемая нефтяной отраслью стоимость, например в расчете на единицу выручки, часто уступает отраслям экономики, потребляющим нефть, и еще больше отраслям новой экономики – за которой будущее.

Маркс, только не Карл, а Мичел (Michel), стоявший у истоков фьючерсных контрактов на нефть WTI на NYMEX в 1983 году, говорил, что самым важным для успеха нового фьючерсного контракта является «не цена на нефть, а возможность обеспечить ее поставку». Прошло чуть меньше сорока лет, и многое изменилось. Первые 20 лет существования фьючерсов на WTI цена на них оставалась относительно стабильной. Казавшийся бесконечным рост китайской экономики создал ценовую aberrацию в следующие 20 лет. Пандемия словно рубильником отключила спрос и показала, что цену определяет не возможность поставить, а возможность продать нефть. Именно это падение спроса сделало цену на нефть WTI сегодня примерно на 20% ниже, чем цена 30 марта 1983 года, в день, когда фьючерсные контракты на нефть WTI стали впервые торговаться на NYMEX. Нет никакой гарантии, что будущее будет похоже на вторые 20 лет существования фьючерса на WTI, а не на первые.

Отрасль, которая хорошо знает, что любые запасы иссякают и их нужно восполнять, явственно ощутила, что ограничением для ее развития будет не только и не столько отсутствие новых запасов нефти, сколько недостаток более эффективных и менее затратных технологий добычи, переработки, инфраструктуры транспортировки и хранения нефти. Век нефти, как в свое время каменный век, точно закончится раньше, чем закончатся углеводороды. События 20 апреля всего лишь одно, но достаточно громкое напоминание об этом. 🚩