



ИГРА НА НЕФТЯНОЙ ПИЛЕ

В первой половине мая мы стали свидетелями очередного ралли на мировом рынке нефти. Таковых с начала января было уже несколько, и все они носили спекулятивный характер — набирали силу на позитивных новостях и негативных ожиданиях относительно перспектив американской валюты. Тем не менее, после Нового года мировые цены на нефть стабилизировались и начали проявлять тенденцию к росту. Нефтепродукты следовали тренду сырой нефти, причем с поразительной точностью.

В силу малой доли свободно торгуемых объемов нефти внутри России, а также особенностей национального налогообложения стоимость сырья на свободном рынке РФ ценам на нефтепродукты, в общем-то, не указ. Поэтому с начала года ключевые игроки спотового рынка нефтепродуктов — сплошь ВИНК — старались действовать по общепринятым правилам биржевых спекулянтов, отыгрывая каждую значимую новость.

Результат — за четыре месяца диаграмма спотовых цен на нефтепродукты приобрела форму зубцов пилы. Отличная возможность для нефтяных компаний сыграть в «игру на выживание» с независимыми сетями АЗС.

Конъюнктура мирового рынка нефти с начала года благоприятствовала российским нефтяным компаниям.

Экспорт сырья приносил прибыль, причем она возрастала на протяжении всего первого квартала и апреля.

Выйти из убытков нефтяникам позволила стабилизация цены на нефть с тенденцией к ее росту — как только баррель пе-

рестал дешеветь, «ножницы Кудрина» прекратили кромсать EBITD'у экспортеров. Положительную роль сыграла и девальвация рубля.

По оценкам аналитика «Солида» Дениса Борисова, в январе прибыль нефтяных компаний от экспорта барреля Urals в Северо-Западную Европу складывалась на уровне \$5–7, а в феврале она возросла до \$11. Март оказался еще более удачным месяцем. При 42-долларовой цене нефти прибыль от экспорта барреля Urals должна была составить \$13. Напомним, что нефть на протяжении большей части марта стоила существенно дороже. Не разочаровал нефтяников и апрель — прибыль от экспорта барреля российской нефти составляла в среднем \$15.

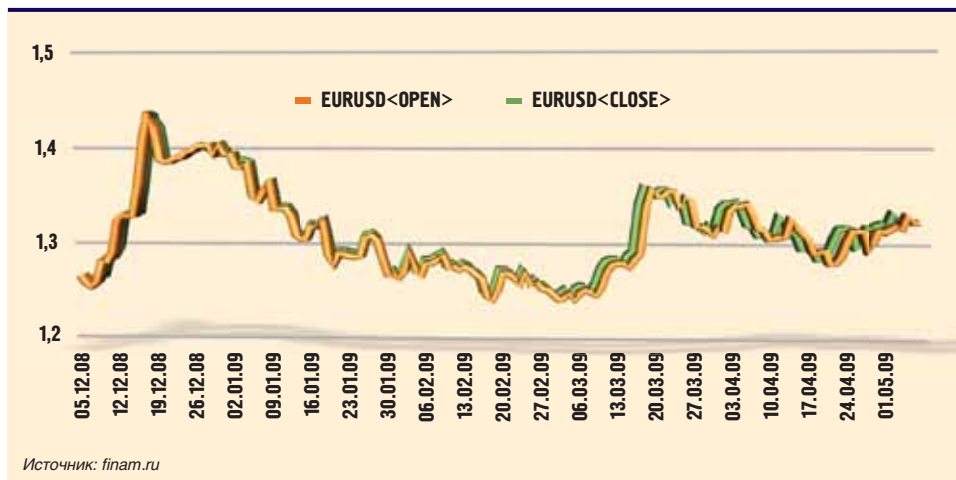
В мае, по оценкам Д.Борисова, с учетом возросшей до \$137,7 на тонну вывозной пошлины на сырую нефть, прибыль от экспорта барреля Urals должна составлять \$14 при цене нефти \$52 за баррель и \$12 — при \$50 за баррель. На момент написания статьи баррель Brent стоил \$57,6, однако вряд ли кто-то сможет с высокой точностью прогнозировать, на каком уровне будет находиться цена на нефть через неделю-две.

Согревающие новости

До конца апреля никаких мало-мальски фундаментальных факторов роста мировых цен на нефть не было, поэтому спекулянты внимательно анализировали поступающие новости, стараясь ухватиться за любой возможный повод (см. «Пара EUR–USD на рынке Forex» и «Котировки нефти и нефтепродуктов в Северо-Западной Европе»).

Закономерности показательны. 16 декабря Федеральная комиссия США по открытым рынкам снизила базовую процентную ставку до целевого диапазона в 0–0,25%. Комментарий ФРС к собственному решению тогда сводился к фразе «все плохо» и необходимости обеспечить стабильность цен и экономический рост. Тут же, в промежутке 16–18 декабря, тонна нефти Brent на ми-

Пара EUR–USD на рынке Forex



Источник: finam.ru

ровом рынке дешевеет примерно на \$40. Следом, 19 и 20 декабря, происходит резкое снижение пары EUR–USD на рынке Forex.

17 декабря в Алжире состоялся очередной саммит ОПЕК, на котором картель принял предсказуемое и, главное, предсказанное большинством аналитиков решение о сокращении добычи с 1 января на 2,2 млн баррелей в сутки. Неудивительно, что рынок нефти тогда на него никак не отреагировал.

Однако в конце декабря нефть начала дорожать, а за 5–6 января тонна нефти Brent на мировом рынке подорожала примерно на \$65. Рост тогда мог быть вызван снижением доллара после уменьшения ФРС США базовой процентной ставки.

Кроме того, в течение первых нескольких дней 2009 года фон-

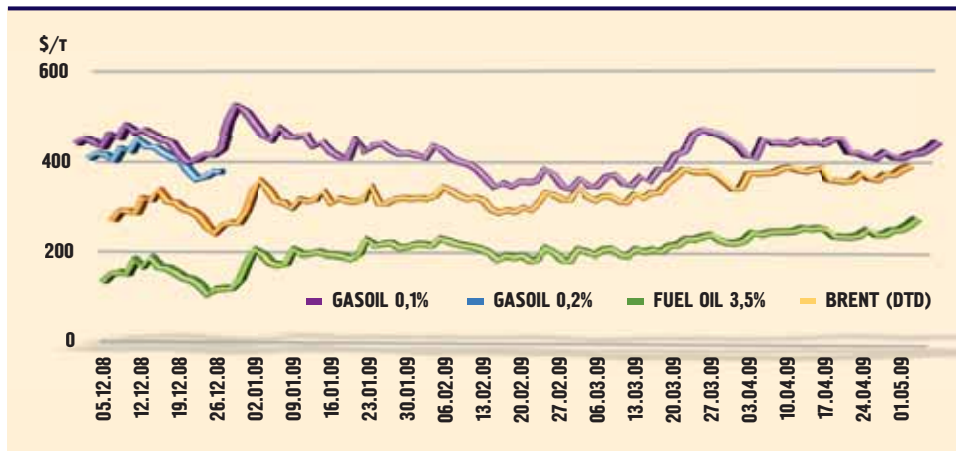
довые рынки росли практически по всему миру, что стало отличным поводом к спекулятивному росту цен на нефть. Роль «хороших» новостей тогда сыграли получение General Motors первого вливания наличности от прави-

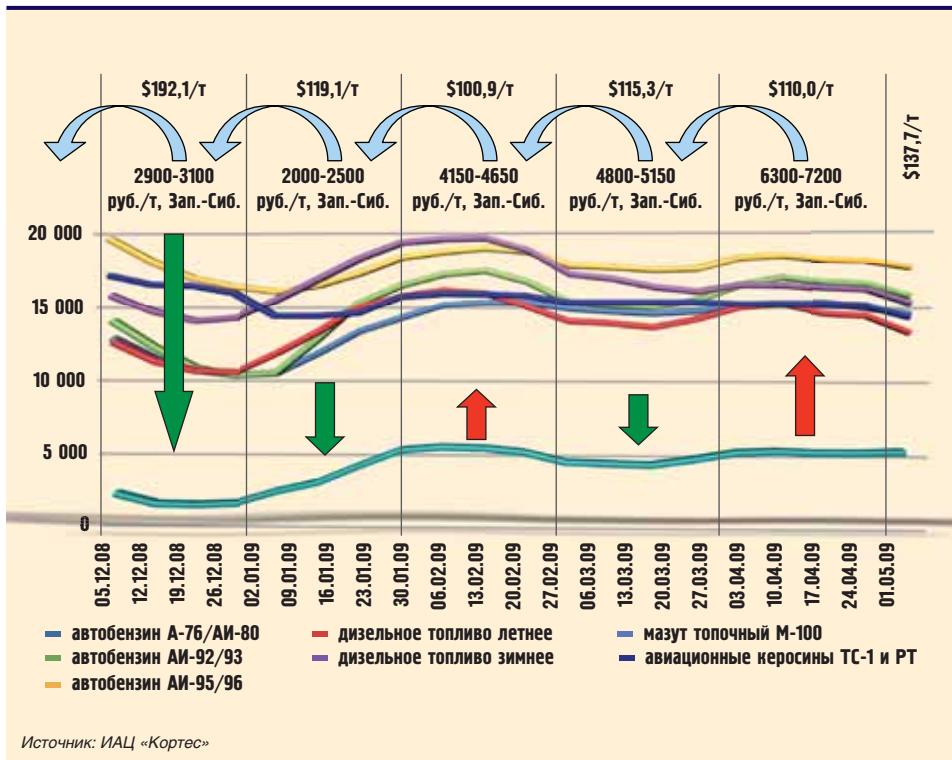
В январе прибыль нефтяных компаний от экспорта барреля Urals в Северо-Западную Европу складывалась на уровне \$5–7; уже к апрелю эта цифра выросла в среднем до \$15

тельства США и заявления Китая о планах по развитию сталелитейной отрасли и автопрома.

Но уже 5 января американские инвесторы вспомнили, что на дворе кризис и серьезных поводов к

Котировки нефти и нефтепродуктов в Северо-Западной Европе





оптимизму пока нет. На американских торговых площадках в

До конца апреля никаких мало-маленьки фундаментальных факторов роста мировых цен на нефть не было, поэтому спекулянты старались ухватиться за любой возможный повод

тот день наблюдалась негативная динамика, и 7 января мировые цены на нефть начали снижаться. 18 марта Федеральная комиссия по открытым рынкам США со-

Все поводы и к росту цен на российском спотовом рынке нефтепродуктов, и к их снижению в начале года были успешно отыграны участниками, в результате чего диаграмма цен до боли напоминает зубцы пилы

хранила базовую процентную ставку в целевом диапазоне в 0–0,25%. При этом ФРС заявила о

готовности приобрести в течение следующих шести месяцев долгосрочные казначейские ценные бумаги США на сумму \$300 млрд для улучшения ситуации на частных кредитных рынках. Также сообщалось о вероятном расширении программы стимулирования кредитования под залог ценных бумаг.

Наконец, ФРС пообещала дополнительно купить проблемные ипотечные активы на сумму более чем \$750 млрд и довести общую стоимость приобретенных ипотечных активов до \$1,25 трлн в 2009 году с целью оказания поддержки рынку недвижимости, а также чтобы способствовать оживлению ипотечного кредитования. В планах ФРС содержался очевидный намек на включение долларопечатного станка.

Кроме того, Комиссия отметила большое число сокращений рабочих мест, снижение курсов акций и объемов строительства, воздействие ухудшения условий кредитования на уровень потребительских расходов и ожиданий, необходимость политических мер по стабилизации финансовых рынков и институтов,

контролируемости инфляционных процессов. ФРС подтвердила, что базовая процентная ставка может сохраняться исключительно низкой в течение необходимого времени.

Сказано — понято. Пара EUR–USD на Forex 18–19 марта подпрыгнула с 1,3016 до 1,3663, а цена на нефть, тем временем, устремилась вверх.

Призрак спроса бродит по США

В конце апреля фондовые биржи росли, а рынку нефти дополнительно добавила позитива очередная порция данных Управления энергетической информации США о запасах нефти и нефтепродуктов. По данным EIA, в течение недели, завершившейся 24 апреля, запасы бензина в США сократись на 4,7 млн баррелей, до 212,6 млн баррелей, — крупнейшее падение с сентября прошлого года. Вместе с тем, аналитики ожидали роста запасов бензина на 200 тыс. баррелей.

Трейдеры тогда предпочли не обращать внимания на доклад API, согласно которому запасы нефти в США за аналогичный период выросли на 4,6 млн баррелей. Сообщение API о неожиданно значительном сокращении запасов бензина оказалось сильнее сводок, посвященных сырой нефти.

Напротив, 5 мая API отразпортовал о снижении коммерческих запасов сырой нефти в США на 1 млн баррелей в период с 24 апреля по 1 мая. Вдобавок к этому запасы бензина снизились на 2,9 млн баррелей и составили 213,089 млн баррелей.

В тот же период, по данным Минэнерго США, запасы сырой нефти в стране увеличились за неделю лишь на 600 тыс. баррелей против прогноза их роста на 2 млн баррелей. На этом фоне запасы бензина в США увеличились за неделю всего на 200 тыс. баррелей против прогноза их недельного роста на 800–900 тыс. баррелей.

Отличной новостью для рынка оказалось сообщение Минэнерго США о росте загрузки НПЗ страны за неделю с 82,67% до 85,32%. Стимулом к росту загрузки НПЗ стало увеличение маржи перера-

ботки нефти.

Благодаря хорошему новостному фонду, цена барреля Brent в ходе торгов 7 мая превышала \$57.

Радоваться рано?

На противоположной чаше весов — 1 мая запасы сырой нефти в США обновили свой рекорд за последние почти 19 лет и достигли, по данным EIA, 375,258 млн баррелей. При этом, по оценкам аналитиков BNP Paribas, сокращение к 24 апреля запасов бензина не имеет ни малейшего отношения к спросу и наблюдалось в результате падения выработки на НПЗ на 300 тыс. баррелей в день и из-за сокращения импорта с 9,855 млн до 9,824 млн баррелей в день.

Аналитики, тем временем, отмечали аномальность неизменного стремления цен на нефть к росту на фоне постоянного увеличения запасов. Так, Harry Tchilingirian, старший аналитик по нефти BNP Paribas, не взялся прогнозировать, «как долго рынок нефти продолжит не замечать текущих условий». Вместе с тем, по мнению эксперта, «даже если показатели деловой активности/уверенности в последнее время демонстрировали неожиданно позитивную динамику, слишком рано приравнивать это к скорому восстановлению спроса на нефть».

Вдобавок к рекордным за 19-летний период запасам нефти в США, порт Роттердам почти исчерпал объемы своих нефтехранилищ, а у южных берегов Британии танкеры используются как плавучие хранилища. По некоторым оценкам, в танкерах-хранилищах по всему миру в начале мая находилось около 100 млн баррелей нефти. И все это несмотря на сокращение добычи ОПЕК.

Эксперты Goldman Sachs ожидают исчерпания глобальных объемов хранилищ к июню. По мнению же Ahmad Abdallah, сырьевого аналитика дубайской компании Gavekal, официальные прогнозы спроса на нефть на этот год основывались на более оптимистичных оценках, чем экономическая реальность. «Я не ожидаю роста спроса в этом году, — за-

явил эксперт. — И даже если спрос вырастет в будущем году, этот рост будет очень слабым».

Увеличение запасов нефти в США косвенно свидетельствует о превышении предложения над спросом на мировом рынке, соглашается Д.Борисов. «Исходя из текущего соотношения спроса и предложения, серьезных оснований для роста цен на нефть нет. Причина майского ралли на рынке нефти кроется в эйфории инвесторов на фондовых рынках. Завершение ралли на фондовых площадках может развернуть рынок нефти вниз. Котировки могут сместиться в диапазон \$45–50 за баррель или ниже, многое будет зависеть от дальнейшей ситуации в мировой экономике, — предостерегает Д.Борисов. — В долгосрочной перспективе цена нефти определяется уровнем предельных издержек, который составляет сейчас \$70–80 на баррель, но чтобы котировки вошли в этот диапазон, необходимо два-три года, а не несколько месяцев», — резюмирует эксперт.

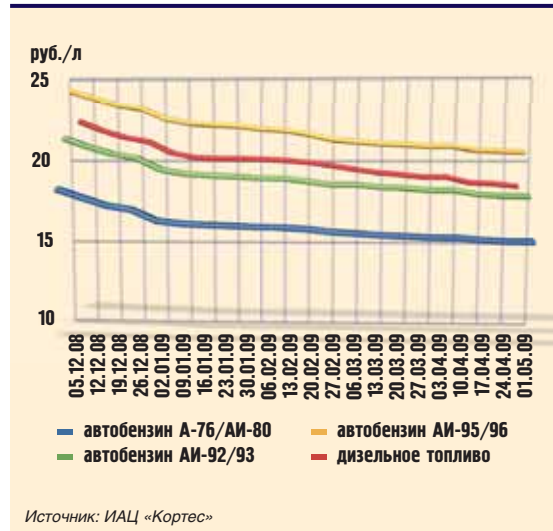
РФ: цена сырья — не показатель

В России разогрев рынка нефтепродуктов ведется с отнюдь не меньшей интенсивностью. Вместе с тем участники принимают во внимание местную специфику, отсюда и результат, порой существенно отличающийся от динамики цен на мировом рынке (см. «Средние по России цены спотового рынка на основные нефтепродукты»).

Во-первых, корреляция между ценой нефти на свободном рынке России и спотовыми ценами на основные нефтепродукты в декабре 2008-го — апреле 2009 года едва ли прослеживалась. К примеру, в ходе декабрьских торгов нефтью с поставкой в январе сырье дешевеет с 2900–3100 тыс. рублей за тонну на западносибирских узлах учета (цена на нефть с поставкой в декабре) до 2000–2500 тыс. рублей. Спотовый рынок нефтепродуктов в январе, однако, демонстрирует уверенный рост.

Или второй пример. В ходе февральских торгов нефтью с по-

Средние по России цены АЗС на основные нефтепродукты



Источник: ИАЦ «Кортес»

ставкой в марте сырье дорожает с 4150–4650 тыс. рублей за тонну на западносибирских узлах учета

В последнюю неделю апреля отличной новостью для рынка оказалось сообщение Минэнерго США о росте загрузки НПЗ страны за неделю с 82,67% до 85,32% в связи с увеличением маржи переработки нефти

(цена на нефть с поставкой в феврале) до 4800–5150 тыс. рублей. Спотовый рынок нефтепродуктов на это никоим образом не реагирует — цены снижаются на протяжении почти всего марта.

Сообщение о размере майской пошлины на нефть — \$137,7 на тонну — оказалось настолько негативной новостью, что с середины апреля цены на спотовом рынке нефтепродуктов начали неуверенно снижаться

Причина плохой корреляции в несопоставимо малом объеме свободного рынка нефти (порядка 45 млн тонн в год) по сравнению с суммарным объемом переработки нефти в России. Большая часть, примерно 80%, нефти перерабатывается внутри ВИНК,

плюс к этому доля налогов в цене литра бензина в России открывен-

На противоположной чаше весов — 1 мая запасы сырой нефти в США обновили свой рекорд за последние почти 19 лет и достигли, по данным EIA, 375,258 млн баррелей

но зашкаливает за разумные рамки. Ценообразование искажается.

На опошленной волне

Практически весь январь и февраль спотовые цены на нефтепродукты в России росли на фоне сни-

Эксперты Goldman Sachs ожидают исчерпания глобальных объемов хранилищ сырой нефти к июню

жения вывозных пошлин — существенного с января и меньшего с февраля, что дважды повышало экспортную альтернативу. Фактор почти двукратного роста стоимо-

Корреляция между ценой нефти на свободном рынке России и спотовыми ценами на основные нефтепродукты в декабре 2008-го — апреле 2009 года едва ли прослеживалась

сти сырья в феврале (к январю) также мог способствовать росту цен на нефтепродукты, но его влияние на рынок тогда в рамках общей тенденции носило, скорее, психологический характер.

Сопоставление динамики цен спотового рынка и явного замедления удешевления топлив на АЗС наталкивает на неутешительные мысли

Газойль — пожалуй, основной по прибыльности российский экспортный нефтепродукт — на мировом рынке существенно подешевел с 6 по 18 февраля — с \$524,75 до \$363,50 за тонну. В России тонна его аналога —

летнего дизельного топлива — не подешевела, а, наоборот, подорожала на 5000–5500 рублей за счет улучшения экспортной альтернативы в результате снижения вывозной пошлины.

В течение первой половины марта мировые цены на нефть/нефтепродукты демонстрировали некоторую стабильность, а экспортная пошлина с марта была повышена (новость о повышении вышла в середине февраля). Наконец, в начале марта нефтяники согласились поставлять сельхозпроизводителям дизтопливо для весенних полевых работ по ценам, не превышающим средневзвешенные на НПЗ по состоянию на 15 января, что соответствовало примерно 14 тыс. рублей за тонну.

В результате цены на нефтепродукты на спотовом рынке плавно снизились в течение первых двух недель марта, но оставались на уровне, который существенно превышал исходные позиции перед январским ростом.

Стимулом к остановке снижения спотовых цен стали две новости, пришедшие примерно в середине марта: небольшое уменьшение вывозной пошлины в апреле и ралли на мировом рынке нефти, начавшееся на фоне негативных ожиданий в отношении перспектив американской валюты.

Хорошо откликнулись на позитивный внешний фон в конце марта — начале апреля спотовые цены на АИ-92. По-видимому, из-за больших объемов производства и внутреннего потребления этой марки автобензина производители решили снять сливки с рынка.

Тогда же в результате роста эффективности экспорта ощутимо прибавило в цене летнее дизтопливо. Напомним, что с 17 по 24 марта тонна газойля 0,1% S на мировом рынке подорожала на \$100 (до \$475,25), а затем длительное время цена на газойль находилась в районе \$455 за тонну.

10 апреля Александр Сакович, замначальника отдела таможенных платежей Минфина, заявил, что экспортная пошлина на нефть с 1 мая повысится до \$137–138 на тонну — то есть, пошлина возрас- тала на \$27–28 на тонну. 15 апреля

стала известна точная цифра — \$137,7 на тонну.

Новость, как принято говорить, оказалась крайне негативной — настолько, что с середины апреля цены на спотовом рынке нефтепродуктов начали неуверенно снижаться. В начале мая, когда новая пошлина вступила в силу, темпы удешевления топлив усилились.

Из общей картины выбиваются авиакеросин и мазут. Во втором случае видна очень хорошая корреляция спотовой цены на топочный мазут в России и котировок в NWE, хотя и она порой искажается запаздывающей вывозной пошлиной.

Пилить любят все

Итак, на мировом рынке цена сырой нефти после Нового года стабилизировалась и начала проявлять тенденцию к росту. Трейдеры на биржах на протяжении четырех с небольшим месяцев получали достаточно новостей для взвинчивания котировок и разогрева рынка. Что же будет в ближайшее время — не известно. Остается следить за новостями.

Россия — страна-экспортер нефти со специфической налоговой системой и высокой степенью монополизации нефтяной отрасли. Тем не менее, наш рынок нефтепродуктов ориентируется на мировой, как в части цен, так и в части стимулов к их изменению.

После Нового года в России были поводы и к росту цен на спотовом рынке нефтепродуктов, и к их снижению. И все они были успешно отыграны участниками. Результат — диаграмма цен на спотовом рынке нефтепродуктов России до боли напоминает зубцы пилы.

Сопоставление же динамики цен спотового рынка и явного замедления удешевления топлив на АЗС наталкивает на неутешительные мысли (см. «Средние по России цены АЗС на основные нефтепродукты»). «Игра на выживание» независимых ритейлеров, которые, по всей видимости, и были инициаторами замедления снижения розничных цен, уже началась. 