

☑ // 12.12.2008

Нефтяной рынок необходимо реформировать**Финансовый кризис заставляет инвестировать в реальное производство сырья, а не в бумажные инструменты**

Организация стран -- экспортеров нефти 17 декабря намерена принять решение о сокращении добычи для поддержания мировых цен на сырье. Президент картеля Шакиб Хелиль вчера заявил информагентствам: "На заседании должно быть принято решение о более резком (больше чем на 2 млн баррелей в сутки, как было в октябре. -- Ред.) сокращении".

В свою очередь Россия вчера в очередной раз на словах поддержала усилия ОПЕК. Дмитрий Медведев заявил о том, что не исключает вступления нашей страны в картель, а также сокращения объемов добычи нефти для регулирования цены. "Я бы хотел сказать, что мы готовы к этому, мы должны защищаться, это (цены. -- Ред.) наша доходная база -- и по нефти, и по газу. Причем такого рода защитные меры могут быть связаны и с уменьшением объемов добычи нефти, и с участием в существующих организациях поставщиков, и с участием в новых организациях, если до этого мы, так сказать, сможем договориться. Я считаю, мы никаких вариантов для себя закрывать не должны. Еще раз повторяю, это вопрос доходной базы нашей страны, вопрос ее развития, и мы не должны руководствоваться здесь никакими абстрактными критериями, рекомендациями международных организаций другого порядка и так далее. Это наши национальные интересы. Будем поступать так, как считаем нужным", -- заявил глава государства.

В то же время Россия в ноябре существенно снизила экспортные поставки (правда, это было сделано не из-за солидарности с ОПЕК, а из-за высокой экспортной пошлины) и теперь ожидает решительных мер со стороны картеля по поддержке цен на нефть. «Мы ожидаем, что 17 декабря произойдет реальное и значительное сокращение добычи, в том числе поддержанное Россией, -- заявил вчера вице-президент ЛУКОЙЛа Леонид Федун. -- Если с рынка убрать 2,5 млн баррелей в сутки (125 млн тонн в год), то цена будет на уровне 60--80 долл. за баррель. Цена ниже 75 долл. за баррель является экономически неоправданной для нефтяной промышленности. Поэтому цель ОПЕК в 75 долл. за баррель в 2009 году объективна».

Как известно, в последние недели на мировом нефтяном рынке продолжалось падение цен: два дня стоимость барреля североευропейской смеси Brent и российской Urals держалась ниже уровня 40 долл. (правда, в последние два дня на позитивных новостях из США относительно борьбы с финансовым кризисом нефть дорожает: вчера Brent стоила 44,3 долл. за баррель, WTI -- 47 долл. за баррель, Urals -- 42,3 долл. за баррель). В связи со столь низкой ценой (а в июле, как известно, WTI стоила более 147 долл. за баррель) появились прогнозы о том, что уже в скором времени мировой нефтяной рынок достигнет дна в 20 долл. за баррель. Возможен ли такой сценарий, анализирует консультант правления Газпромбанка Андрей КОНОПЛЯНИК.

Резкий рост цен на нефть в конце 2007 -- первой половине 2008 года и еще более резкое

их падение в последнее время является закономерным итогом эволюции контрактной структуры мирового рынка нефти и механизмов ценообразования на нем. Эта структура и присущие ей механизмы ценообразования отстраивались в течение последних 80 лет в рамках англосаксонской модели построения открытого, конкурентного, высоколиквидного, саморегулирующегося глобального рынка и развивались вместе с эволюцией этой модели.

Рынок и его участники

В международной торговле нефтью происходила последовательная смена доминировавших на рынке видов сделок. На смену внутрикорпоративным (трансфертным) сделкам в рамках вертикально интегрированных компаний приходили долгосрочные контракты, которые затем вытеснялись -- в качестве доминировавших на рынке -- краткосрочными контрактами. Впоследствии появились разовые сделки: сначала с немедленной поставкой (спот), затем с отложенной поставкой реального товара, обеспеченной его товарными запасами (форвард), а затем форвардные сделки, но уже выходящие за пределы обеспеченности поставок товарными запасами. Последний вид сделок предопределил появление фьючерсов и опционов, которые являются не продажей товара, а торговлей обязательствами по его продаже (стандартизированными контрактами на продажу нефти). Новые виды сделок не заменяли, но дополняли собой доминировавшие на предыдущем этапе, поэтому контрактная структура международной торговли нефтью постоянно усложняется. Происходит постоянное конкурентное перераспределение контрактной структуры рынка по мере появления новых инструментов купли-продажи нефти. При этом по мере развития рынка «физической» нефти срочность последующих видов контрактных сделок была, как правило, короче предыдущих (эволюция от долгосрочных к спотовым/разовым сделкам с немедленной поставкой). Но формирование рынка «бумажной» нефти шло, напротив, по пути удлинения -- с течением времени -- срочности фьючерсных контрактов, которая сейчас достигает 72 месяцев (правда, 80--85% объема фьючерсов приходится на первые три из этих 72 месяцев).

В настоящее время основные центры спотовой торговли нефтью (где сосредоточены основные центры хранения коммерческих ее запасов, что обеспечивает как немедленную, так и отложенную поставку по разовым сделкам) -- это треугольник АРА (Амстердам--Роттердам--Антверпен) в Европе (маркерный сорт нефти -- Brent), Сингапур в Азии (маркерные сорта нефти -- «Дубай» и «Оман»), Нью-Йорк в США (маркерный сорт -- западно-техасская средняя смесь WTI).

С конца 1980-х годов мировой рынок нефти является уже не столько рынком товарным, сколько, по сути, рынком финансовым (рынком финансовых деривативов -- производных финансовых инструментов). Основную роль на этом рынке играют две группы игроков с противоположно направленными интересами: хеджеры и спекулянты.

Хеджеры -- это обычно производители и торговцы реальным товаром, то есть «физической» нефтью. К их числу относятся нефтедобывающие компании и компании-трейдеры, зарабатывающие свою прибыль на Марксовой метаморфозе «деньги-товар-деньги». Хеджеры используют фьючерсы и другие производные финансовые инструменты для снижения риска, который они несут в связи с потенциальными будущими колебаниями нефтяных цен. Хеджеры заинтересованы в стабилизации ценовых колебаний, в установлении предсказуемых на долгосрочную перспективу цен на нефть, поскольку эти участники рынка (особенно производители) зарабатывают свою прибыль на длинном инвестиционном плече финансирования инвестиционных проектов с жизненным циклом порядка 30--50 лет и периодом окупаемости капиталовложений в проект

(измеряемых, как правило, миллиардами долларов) порядка 5--7 лет. Будучи участниками рынка «физической» нефти, нефтяные хеджеры обычно привязаны к рынку «бумажной» нефти (к рынку нефтяных деривативов), они обладают малой мобильностью и малой склонностью к миграции за пределы нефтяного рынка, куда они обращаются обычно в целевых случаях привлечения долгового (проектного) финансирования. Работа в сегменте нефтяных деривативов (на рынке «бумажной» нефти) имеет для них подчиненное (второстепенное) значение по сравнению с работой на рынке «физической» нефти.

Спекулянты на рынке нефти -- это торговцы нефтяными контрактами («бумажной» нефтью) и их производными (нефтяными деривативами, то есть производными финансовыми инструментами на нефтяные контракты). К этой категории игроков относятся обычно инвестиционные банки и другие категории финансовых инвесторов, зарабатывающие свою прибыль на Марксовой метаморфозе «деньги-деньги», -- они зарабатывают свою прибыль на коротком плече финансовых операций. В отличие от хеджеров, желающих избежать ценовых рисков, спекулянты открывают свою позицию на рынке, ставя на то, что цена будет повышаться или понижаться. Спекулянт не покупает и не продает реальный товар, но принимает на себя риск в надежде получить прибыль на фьючерсном рынке. Деньги спекулянтов -- это обычно высоколиквидные финансовые ресурсы, обладающие высокой мобильностью и склонностью к оперативной миграции в те сегменты мировых валютно-финансовых рынков, где им сегодня обеспечена наивысшая отдача на коротком временном плече. Для специализированных нефтяных спекулянтов работа на «бумажном» сегменте нефтяного рынка имеет первостепенное значение, они не работают на рынке «физической» нефти, но могут работать за пределами нефтяного рынка -- на рынках финансовых инструментов в различных сегментах мирового валютно-финансового рынка.

Хеджеры -- это относительно устойчивая группа по численности и структуре своего состава. Спекулянты же -- это группа с меняющейся и весьма подвижной численностью и структурой игроков в зависимости от изменения нефтяной и макроэкономической конъюнктуры. Обычно, в периоды относительно спокойной нефтяной конъюнктуры, процентное соотношение долей спекулянтов и хеджеров составляет 25--30 к 70--75. Однако при росте конъюнктуры доля спекулянтов может возрасти -- динамика этой доли носит волновой характер, особенно в последнее время, в зависимости от притока и оттока на рынок «бумажной» нефти новых игроков извне обоих сегментов нефтяного рынка. При этом и приток, и отток спекулятивного капитала может носить «взрывной» характер.

Так, по данным Комиссии по торговле товарно-сырьевыми фьючерсами (КТТСФ) США, в феврале 2007 года доля спекулянтов на NYMEX составила 30%, в июне 2008-го -- уже 70%. По результатам неформальных опросов европейских нефтяных брокеров, доля спекулянтов на нефтяном рынке составляет сегодня 70--80%.

Роль ненефтяных игроков

Многие аналитики склонны связывать резкий рост цен на нефть в конце 2007 -- первой половине 2008 года именно с деятельностью нефтяных спекулянтов, то есть тех, кто специализируется на работе с нефтяными деривативами (этот вопрос даже стал предметом специального разбирательства в сенате США в июне нынешнего года). На мой взгляд, это не совсем так.

В начале нынешнего десятилетия создались предпосылки для появления на рынке «бумажной» нефти новой группы спекулятивных игроков с большими и длинными

деньгами, а именно американских пенсионных фондов и страховых компаний, финансовые ресурсы которых кратно превосходят ресурсы других игроков на этом сегменте рынка. В 2003 году был отменен запрет американского правительства на использование средств этих фондов в срочных рискованных сделках.

В это же время на биржевых нефтяных площадках активно стала расти электронная торговля, позволявшая существенно расширить число участников рынка. В 2004 году резко возрос спрос на нефть в мире, в основном за счет Китая и Индии, что породило прогнозы высоких и устойчивых темпов роста спроса на нефть в последующие годы. В то же время стали расти и издержки добычи -- результат недоинвестирования мировой нефтяной отрасли в предшествующие годы (последствие относительно низких цен в 1990-е годы, дестимулировавших инвестиции в новые проекты, и азиатского финансового кризиса) и инфляции издержек. Резко сократились резервные мощности по добыче в мире (почти до 1% мировой добычи), при том что практически весь их объем оказался сосредоточен в одной стране (Саудовской Аравии). В зоне такого уровня использования производственных мощностей по добыче (практически 100%) цена на нефть начинает изменяться почти по вертикальной траектории. Вторжение США в Ирак привнесло в цену нефти дополнительную «военную премию». Ожидание скорого избытка спроса над предложением привело к началу роста мировых цен на нефть.

Именно в этих условиях на рынок «бумажной» нефти хлынули длинные деньги американских институциональных инвесторов, что создало дополнительный спрос на нефтяные деривативы и спровоцировало разработку нового класса финансовых инструментов (деривативы на деривативы) для покрытия этого спроса. По данным КТТСФ, с января 2004 по июнь 2008 года число открытых позиций спекулянтами на NYMEX увеличилось с 900 тыс. до 2,9 млн. В течение того же периода число крупных игроков также возросло -- с 220 примерно до 400. Эти деньги вливались в значительной степени через т.н. товарно-индексные фонды -- финансовые инструменты, привязанные к динамике товаров сырьевой группы: энергоресурсы, черные и цветные металлы, сельхозпродукты и др. Прибыль по ним рассчитывается на основе комбинированных контрольных показателей по рынкам этих товаров. Поскольку вес нефти в такой комбинации довольно велик, динамика индекса хорошо коррелирует с динамикой нефтяных цен. По некоторым оценкам, на долю товарно-индексных фондов приходится порядка 20% всего фьючерсного рынка нефти.

Наращивание притока т.н. финансовых инвесторов (спекулянтов) из других сегментов мирового валютно-финансового рынка на рынок «бумажной» нефти было вызвано сложившейся после 2004 года относительной привлекательностью (ожидание продолжающегося роста цен на нефть) и относительной простотой инвестирования в нефтяные деривативы (через товарно-индексные и хедж-фонды). С учетом высокой ликвидности как мирового валютно-финансового рынка, так и мирового рынка «бумажной» нефти и соотношения масштабов этих рынков объем спекулятивных капиталов, хлынувших на рынок «бумажной» нефти извне, кратно превосходил их притоки и оттоки, существовавшие на рынке нефти до 2003 года, и мог осуществляться быстро и в обоих направлениях. Это предопределило быстрый взлет цен на нефть в конце 2007 -- первой половине 2008 года и столь же быстрое их падение в последнее время.

Эти быстрые миграции капиталов на рынок «бумажной» нефти с валютно-финансового рынка и обратно, на мой взгляд, свидетельствуют о том, что в настоящее время устанавливаемая в рамках фьючерсной торговли (при современной контрактной структуре рынка «бумажной» нефти и структуре игроков на нем) мировая цена на нефть не определяется более экономическими тенденциями (фундаментальными факторами

развития) собственно нефтяной отрасли. Не является она и результатом действий нефтяных спекулянтов и арбитражеров на рынке «бумажной» нефти. Сегодня мировая цена на нефть устанавливается за пределами нефтяного рынка нефтяными финансовыми инвесторами, для которых нефтяные деривативы не являются системообразующими ценными бумагами.

Для хеджеров и нефтяных спекулянтов (двух групп игроков собственно нефтяного рынка) нефтяная цена была и остается предметом целенаправленного воздействия (предметом оптимизации). Для финансовых инвесторов (спекулянтов) с глобального валютно-финансового рынка, далеких от нефтяной отрасли, нефтяная цена предметом целенаправленного воздействия (предметом оптимизации) более не является. Нефтяные деривативы, причем уже не первые, а вторые-третьи производные от нефти, являются лишь частью диверсифицированного пакета ценных бумаг у этих финансовых инвесторов, которые они собирают в рамках всей широкой совокупности глобальных валютно-финансовых рынков. На долю нефти в структуре их пакета финансовых инструментов может приходиться весьма незначительная величина. Задача этих инвесторов -- оптимизировать возврат на свои финансовые инвестиции в рамках всего собранного ими широко диверсифицированного пакета ценных бумаг.

Исходя из изложенного, эволюцию механизмов ценообразования в международной торговле нефтью можно представить следующим образом. На более ранних этапах цена на нефть определяется в рамках применения принципов «издержки-плюс» и «стоимость замещения» на рынке физической нефти. Эти принципы ценообразования реализуются как в рамках трансфертного (внутрифирменного) ценообразования (обычно при взаимоотношениях вертикально интегрированной компании с принимающей страной), так и в рамках контрактных отношений между независимыми рыночными субъектами.

На более позднем этапе цена на нефть определяется в рамках конкуренции «нефть-нефть» сначала на рынке «физической», а затем и «бумажной» нефти.

Сегодня цена на нефть определяется в рамках конкуренции на глобальном рынке финансовых инструментов между нефтяными (в меньшей степени) и нефтяными (в большей степени) деривативами. Таким образом, сегодня цена на нефть определяется за пределами нефтяного рынка путем установления масштабов притока/оттока спекулятивного финансового капитала на рынок «бумажной» нефти. Вектор противоборства, результирующей которого была цена на нефть, сместился от противоборства нефтяных хеджеров и спекулянтов к борьбе глобальных финансовых игроков за максимальную отдачу от своих глобальных финансовых инвестиций по всему спектру глобальных финансовых инструментов (для них нефтяная цена есть следствие, «побочный» результат, частный компонент обеспечения оптимальной структуры их инвестиционного пакета).

Сегодняшняя цена нефти -- результат нового (нефтяного в основном) механизма ее ценообразования, что, в свою очередь, есть отражение нового этапа глобализации, характеризующегося высокой неустойчивостью высоколиквидных глобальных финансовых рынков, построенных на торговле деривативами сложных производных (производных от производных), оторванными от рынков реального товара. Цена на нефть стала «заложницей» спекулятивных нефтяных капиталов.

На мировом рынке нефти в середине текущего десятилетия была сформирована финансовая пирамида ожиданий роста цен. Началось построение этой пирамиды с объективных процессов -- с роста издержек добычи и объемов спроса при ожидании

временной абсолютной нехватки добывающих и структурной нехватки перерабатывающих мощностей в результате недоинвестирования этих отраслей. Обширные вливания спекулятивного (преимущественно американского) капитала подстегнули начавшийся рост цен и еще больше разогрели рынок. Это раскрутило ценовую спираль на рынке нефти, еще больше увеличило приток спекулятивного капитала на этот рынок. Однако начавшийся мировой финансовый кризис, проблемы с ликвидностью у американских инвестиционных банков (которые являются важной и крупной группой игроков на нефтяном рынке и которые сами разрабатывали многие производные нефтяные инструменты) заставили спекулянтов вывести свои деньги с нефтяного рынка. Это произошло быстро и дало обвальное αποτέλεσμα -- естественный конец любого «пузыря», который обычно не сдувается, а схлопывается.

Что дальше?

Где же «справедливое» (не точное, но среднее за период, определяемый продолжительностью срока окупаемости инвестиций в добывающие проекты) дно падения нефтяных цен? Оно не должно быть ниже долгосрочных (предельных) издержек производства по текущим и перспективным запасам и ресурсам. А, например, по результатам исследования специалистов Горной школы Колорадо (США), Понтифийского католического университета Чили и Международного института прикладного системного анализа (Лансенбург, Австрия), представленным в июне на ежегодной конференции Международной ассоциации экономистов-энергетиков в Стамбуле, предельные издержки производства по традиционным и нетрадиционным ресурсам нефти, включающим тяжелую нефть, битуминозные песчаники и горючие сланцы (по 937 открытым и неразведанным нефтегазоносным провинциям мира) не превышают 35 долл. (в ценах 2006 года) за баррель нефтяного эквивалента.

Нынешний мировой финансовый кризис кладет конец современной системе мировых финансовых рынков, одним из сегментов которых является рынок «бумажной» нефти в его современном виде с многочисленными производными финансовыми инструментами. Поэтому необходимо обеспечить возможность устойчивой работы тех финансовых институтов, которые финансируют ориентированный в будущее реальный сектор.

ТЭК может и должен послужить инновационным двигателем российской экономики. Например, освоение ресурсного потенциала российского шельфа и российского Севера может сыграть такую же роль в обеспечении научно-технического и технологического рывка и в повышении конкурентоспособности страны по многим сопряженным направлениям, какую в свое время сыграли, например, в США программы автомобилизации (20--30-е годы), строительства дорог (новый курс Рузвельта 30-х годов), Манхэттенский (40-е годы) и Лунный (60-е годы) проекты, и явиться производительным использованием финансовых ресурсов на инвестиционные нужды по инновационным перспективным направлениям российского ТЭК. Эту задачу легче начинать решать тогда, когда цены на нефть высоки. Но указанную задачу необходимо решать тогда, когда и если нефтяные цены сохранятся вблизи сегодняшних своих значений, пройдя спираль взлета и падения в результате искаженной финансовой архитектуры мирового рынка нефти. Ведь, как известно, реформы проводят не тогда, когда для этого складываются наиболее благоприятные условия, а тогда, когда их нельзя не проводить.

// **читайте тему** // Rambler

Свидетельство о регистрации СМИ:

ЭЛ № 77-2909 от 26 июня 2000 г

Любое использование материалов и иллюстраций возможно только по согласованию с редакцией

Принимаются вопросы, предложения и замечания:
По содержанию публикаций - info@vremya.ru
По сотрудничеству и развитию сайта - web@vremya.ru