

МИРОВАЯ ФИНАНСОВАЯ система и цены на нефть

Если условно разбить весь период существования нефтяного рынка (без учета самых ранних десятилетий) на части в зависимости от механизма формирования цен на нефть, то можно выделить следующие этапы:

- **Доминирование международных нефтяных компаний (МНК).** Так называемые «Семь сестер»¹⁾ до 1973 года контролировали основную часть добычи нефти и переработки и в одностороннем порядке определяли цены.
- **Главенство ОПЕК.** С 1973 по 1986 год цены в значительной степени изменялись в зависимости от добычи нефти странами картеля. На этот этап приходится два нефтяных кризиса 1973 и 1980 годов. Основными последствиями кризиса для собственно нефтяного рынка стало сокращение потребления нефти за счет снижения спроса и роста энергоэффективности в развитых странах и увеличение добычи нефти за пределами стран ОПЕК. Взамен долгосрочных контрактов пришли поставки со спотовых рынков, где цены на «черное золото» динамично следовали за спросом, в отличие от фиксированных отпускных цен ОПЕК.
- **Период «хрупкого паритета»** (между странами-потребителями и экспортерами при сохранении влияния квот ОПЕК на нефтяные котировки). Данный этап длился от 1986 года до начала 2000-х годов. На него пришелся переход с системы долгосрочных контрактов к спотовым, затем к форвард-

ным и фьючерсным; рост ликвидности нефтяного рынка; отмена в 1999 году в США закона Гласса — Стиголла²⁾.

- **Период доминирования спекулятивного капитала.** Развитие фьючерсного рынка привело к притоку на рынок хеджеров³⁾, инвесторов и спекулянтов. Нефтяные фьючерсы стали значимой составляющей инвестиционных портфелей биржевых игроков. Выросла доля игроков на рынке, фактически не связанных с энергетической сферой. Примерно с 2003 года цена нефти стала определяться ее ценностью как финансового актива, и фьючерсный рынок превратился в доминирующую силу при ценообразовании на нефтяном рынке.

Высокая волатильность нефтяных цен, наблюдаемая сейчас, не обусловлена изменением фундаментальных факторов — спроса и предложения. Нефтяные котировки формируются на бирже и поэтому в значительной степени изменяются в зависимости от финансовых ожиданий игроков. Кроме того, сильное влияние на нефтяные цены в данный период развития нефтяной промышленности оказывает курс доллара.

Курс доллара

Первая причина корреляции между ценами на нефть и курсом доллара очевидна — если цена на товар выражена в определенной валюте, то изменение ее покупательной способности ведет к изменению количества товара, которое можно купить за нее. Превращение нефти в финансовый актив привело к иным формам влияния американской валюты на нефтяные цены и усилению взаимосвязи между факторами. Начиная с 2001 года по 2011-й корреляция между индексом доллара⁴⁾ и ценой на нефть марки Brent составила (-0,92), тогда как корреляция между двумя этими факторами за пери-

¹⁾ Крупнейшие нефтяные компании того периода — Exxon, Royal Dutch Shell, Anglo-Persian, Chevron, Gulf, Mobil и Texaco.

²⁾ Закон Гласса — Стиголла — закон 1933 года, который ограничивал право коммерческих банков заниматься инвестиционным бизнесом.

³⁾ Хеджеры — категория игроков на бирже, совершающих операции с целью защиты активов от колебаний цен.

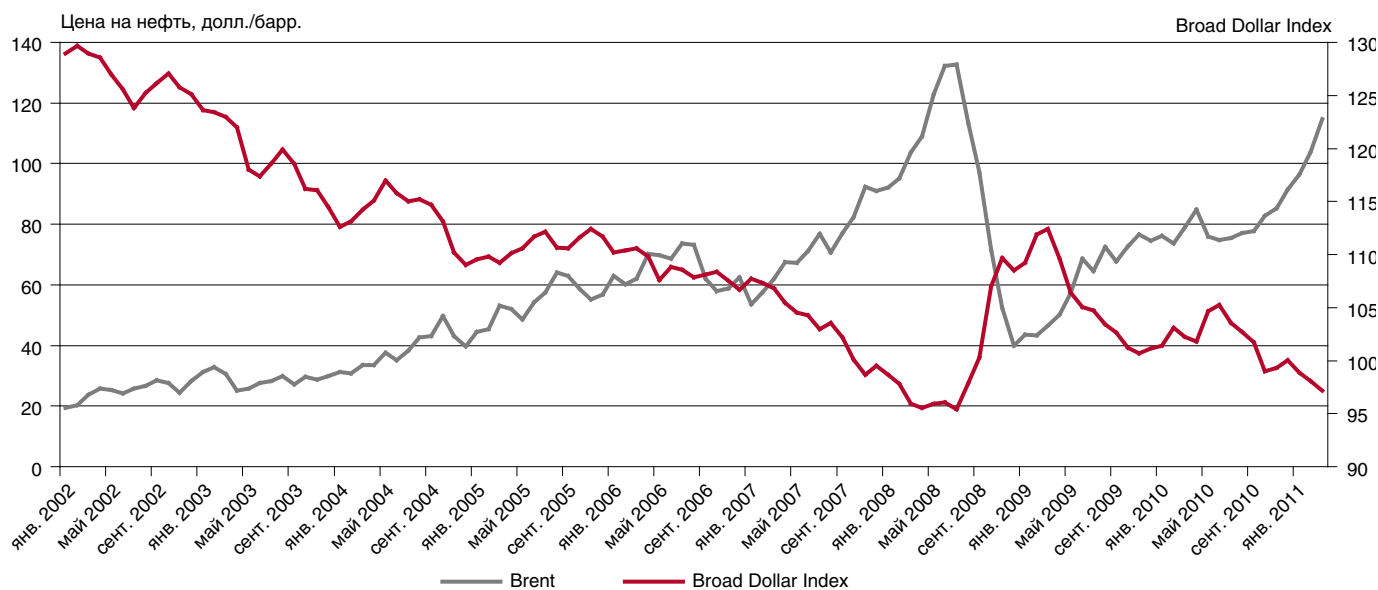


Рис. 1. Взаимосвязь цены на нефть марки Brent и индекса доллара, 2000–2010 годы
 Источник: ИЭС по данным Управления энергетической информации США и Федеральной резервной системы США.

од с 1990 года по 2000-й отсутствовала. Как видно из рис. 1, с 2002 года по 2008-й цена на нефть двигалась по восходящему тренду параллельно с падением курса доллара.

Нефть фактически стала инструментом защиты от долларовой инфляции. При обесценивании американской валюты цена на нефть растет, что позволяет владельцу нефтяного фьючерса спасти свои активы. Таким образом, на цену нефти влияет не только реальная, но и ожидаемая стоимость доллара.

Несмотря на рост денежной массы, до начала мирового экономического кризиса инфляция в США оставалась на уровне 2,5% годовых. Инфляционные ожидания⁵⁾ также находились на стабильном уровне (2,2–2,6%). В таких условиях нефтяные фьючерсы оставались чрезвычайно привлекательным средством инвестирования, и цена на нефть росла. Схожая ситуация повторяется сейчас. Снижение ставки ФРС США в рамках борьбы с последствиями мирового финансового кризиса и программы количественного смягчения по-

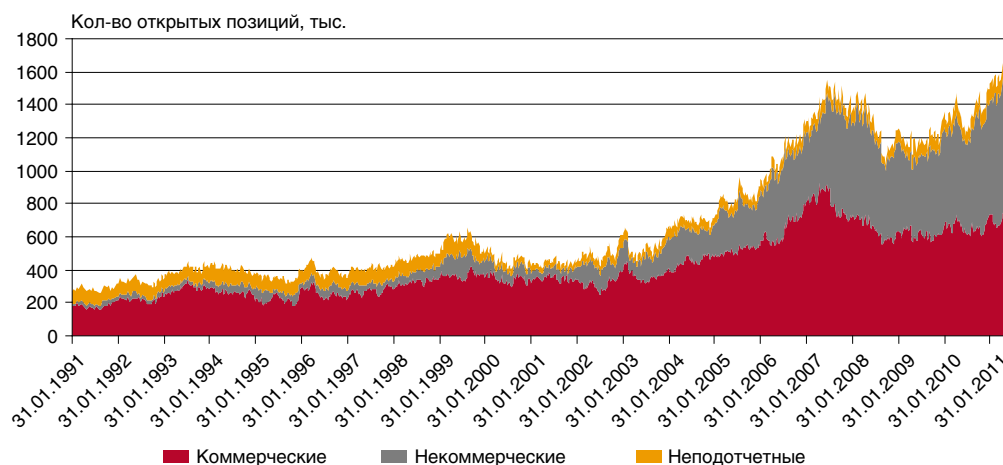


Рис. 2. Динамика длинных открытых позиций по торговле нефтяными фьючерсами на рынке NYMEX*

Источник: ИЭС по данным U.S. Commodity Futures Trading Commission

* Коммерческие позиции — брокеры, торгующие реальными объемами товара, некоммерческие позиции — брокеры, торгующие срочными контрактами.

⁴⁾ В качестве индекса доллара США рассматривается Broad Dollar Index, как наиболее полно отражающий реальный курс американской валюты. Broad Dollar Index показывает средневзвешенный курс американской валюты относительно 26 стран — основных торговых партнеров США. За 100 взят показатель января 1997 года.

⁵⁾ Инфляционные ожидания рассчитываются как разница между доходностью 10-летних казначейских облигаций и их же доходностью, очищенной от инфляции.

проблемы и перспективы



БУШУЕВ
Виталий Васильевич —

руководитель рабочей группы по формированию ЭС-2020 и ЭС-2030. Д. т. н., профессор. Заслуженный энергетик РФ. Родился в 1939 г.

В 1961 г. окончил Куйбышевский индустриальный институт.

С 1992 по 1998 г. — председатель Комитета по энергосбережению, зам. министра Минтопэнерго России.

С 1998 г. работает в Институте энергетической стратегии.

Специалист по энергетическим системам и общей энергетике. Создатель научной школы по энергетической безопасности и энергетической эффективности. Основатель нового научного направления — теории эргодинамики (устойчивого развития социоприродных систем).

Действительный член РАЕН, автор 214 научных работ, в том числе 12 монографий.

Имеет 4 государственные награды, удостоен звания «Почетный работник ТЭК».

⁶⁾ Индекс S&P 500 — фондовый индекс, в корзину которого включены 500 крупнейших отобранных компаний США. Индекс является одним из наиболее объективных показателей фондового рынка.

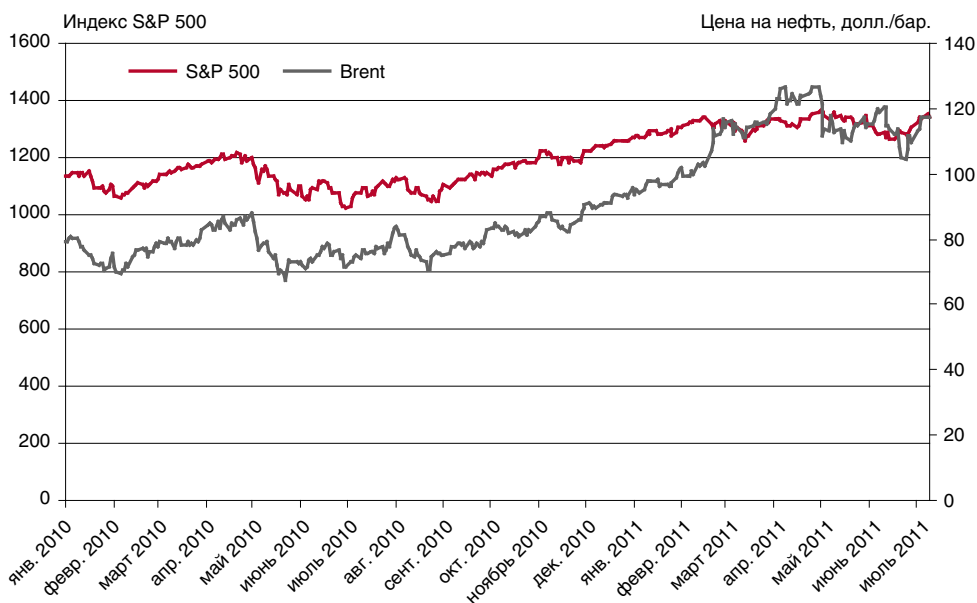


Рис. 3. Взаимосвязь цен на нефть и фондового индекса S&P 500⁶⁾ с 2010 года

Источник: ГУ ИЭС по данным Управления энергетической информации США, Standard and Poor's

способствовали росту инфляции в США, как реальной, так и ожидаемой, и подогревают цены на нефть.

Нефть как финансовый актив

Процесс превращения нефти в финансовый актив с доминированием спекулятивного капитала становится заметен, если проследить структуру открываемых позиций по торговле нефтяными фьючерсами на бирже NYMEX (рис. 2). В 2000 году количество «некоммерческих позиций», то есть открытых игроками, не тор-

гующими реальным товаром, составляло лишь около 22% от числа «коммерческих». В 2003 году данное число составило уже 34%, а в 2010 году — 92%. Таким образом, резко увеличилось число спекулянтов на нефтяном рынке, произошел приток на рынок игроков, прямо не связанных с нефтяным бизнесом, — банков, страховых и пенсионных фондов.

В целом развитие биржевой торговли нефтью привело к тому, что цена на нее начала тесно коррелировать со многими финансовыми факторами.

Возьмем, к примеру, индекс S&P 500, показывающий капитализацию крупней-

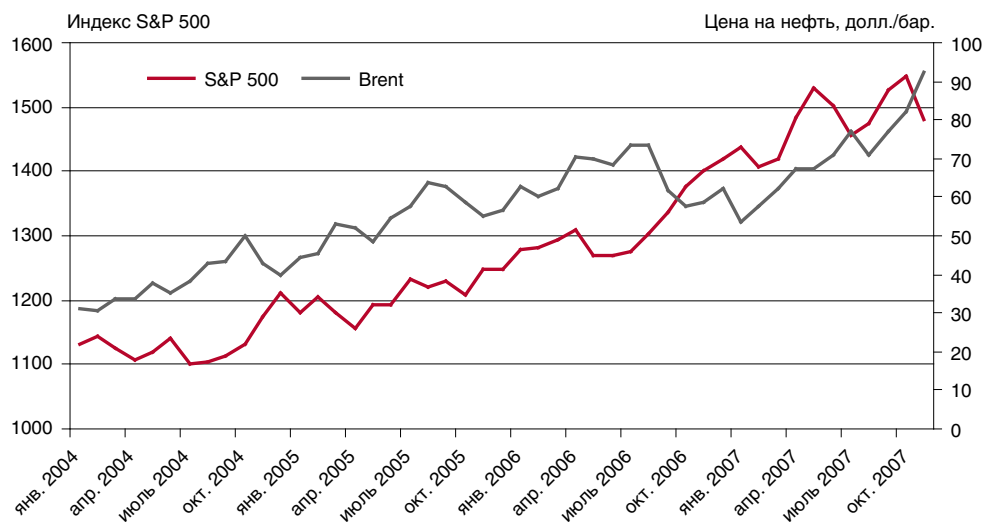


Рис. 4. Взаимосвязь цен на нефть и индекса S&P 500, 2004–2007 годы

Источник: ГУ ИЭС по данным Управления энергетической информации США, Standard and Poor's

ших американских компаний. Существует тесная взаимосвязь между этим индексом и ценами на нефть, которая раньше не наблюдалась. Если рассмотреть данные начиная с 2010 года (рис. 3), видно, что тренды рядов практически совпадают, корреляция пропадает лишь в конце рассматриваемого периода, когда цена на нефть начала двигаться под воздействием политической нестабильности в странах арабского мира. Таким образом, взаимное влияние и высокая корреляция цен на нефть и фондовых индексов, обусловленные движением капитала, привели к тому, что такие характеристики фондовых рынков, как высокая волатильность, цикличность, фрактальность, стали присущи и нефтяным котировкам.

При этом корреляция цен на нефть и фондовых индексов не всегда положительна. На определенных промежутках времени данные движутся хоть и по одному тренду, но в противофазе (рис. 4).

Причина заключается в перетоке финансовых ресурсов между акциями компаний и нефтяными фьючерсами. Это было особенно видно во время мирового экономического кризиса 2008 года. Так, фондовые индексы начали падать в ноябре 2007 года. Индекс S&P 500 в октябре 2008-го упал к ноябрю предыдущего года на 42%, DOW — на 37%, NASDAQ — на 46,3%. А цены на нефть в первой половине 2008 года все еще продолжали рост, достигая все новых и новых рекордных значений, оставаясь «последним оплотом» инвесторов. В июле 2008 года произошло, как впоследствии стало ясно, схлопывание спекулятивного пузыря на рынке нефтяных фьючерсов, оставшихся до этого момента одним из доходных активов для инвестора. Примечательно, что резкое падение цен продолжалось, несмотря на образование урагана «Густав», из-за которого была приостановлена основная часть добычи нефти в Мексиканском заливе. Это служит еще одним доказательством того, что кризисному падению нефтяных цен способствовали преимущественно финансовые факторы.

Что дальше?

Текущий рост цен, наблюдавшийся в первой половине 2011 года, также вызван в основном факторами нефундаментального свойства и характерен не только для нефтяного рынка. К примеру, золото и сейчас торгуется на уровне бо-

лее 1800 долл./унция, что превышает максимум 2008 года более чем на 70%. Стоимость серебра превысила докризисный максимум более чем в два раза.

Возобновление роста цен на нефть началось сразу после снижения учетной ставки ФРС США до 0,25% в конце 2008 года. Первая волна масштабного выкупа казначейской и ипотечных облигаций (QE-1) была запущена в марте 2009 года и продолжалась до апреля 2010-го. За год действия программы среднемесячная цена на нефть марки Brent возросла с 47 до 79 долл./барр. Заявление о второй волне количественного смягчения (QE-2), сделанное в конце августа 2010 года ФРС США, способствовало росту инфляционных ожиданий. Естественно, это увеличило ценность активов, эффективных в условиях инфляции, прежде всего нефтяных фьючерсов. После окончания первой волны количественного смягчения рост цен прекратился и возобновился лишь после того, как было объявлено о второй волне программы. Если в сентябре 2010 года цена на нефть марки Brent составляла 77,8 долл./барр., то к концу программы QE-2 в июне 2011 года — уже более 113,8 долл./барр.

Несмотря на определенное позитивное воздействие указанных программ на экономику США, при анализе статистических данных можно сделать вывод, что большая часть денег, влитых ФРС в экономику США, пошло не в реальный сектор экономики, а на фондовые и товарные рынки.

Раздутая массивными вливаниями и позитивными ожиданиями участников рынка цена на нефть находится на высоком уровне, в то время как складывается неблагоприятная ситуация на рынке потребления нефти, не соответствующая столь высокой стоимости сырья. В «Бежевой книге США» (экономический обзор ФРС с периодичностью выхода 8 раз в год), опубликованной в июне 2011 года, было отмечено, что темпы роста промышленного производства замедлились. Жилищный сектор США остается в депрессивном состоянии, производители столкнулись с увеличением себестоимости продукции из-за скачка цен и роста топливных издержек.

Негативная ситуация наблюдается не только в США. Несмотря на то, что экономики отдельных стран Европы чувствуют себя хорошо, в целом по еврозоне темпы



КУРИЧЕВ Николай Константинович —

старший эксперт-аналитик
Института энергетической
стратегии.

Родился в 1988 г.

В 2011 г. с отличием
окончил географический
факультет МГУ
им. М. В. Ломоносова.

Специализация — гео-
графия промышленности
США.

Участник ряда крупных
аналитических и иссле-
довательских проектов
в области прогнозирова-
ния развития мировой
и российской энергетики.
Автор более 10 научных
публикаций.



МОЛАЧИЕВ

Артур Салманович —

старший эксперт-аналитик Института энергетической стратегии с 2011 г. Родился в г. Екатеринбурге в 1987 г.

В 2010 г. получил степень магистра экономики в Российском государственном университете нефти и газа им. И. М. Губкина по специальности «Экономика фирмы и отраслевых рынков».

Автор и соавтор шести научных работ.

Участствует в научно-исследовательских работах, посвященных, в частности, анализу конъюнктуры мировых цен на нефть; анализу факторов, воздействующих на цены на нефть; изучению мировой макроэкономической конъюнктуры; прогнозу цены на нефть; анализу мировой практики и прогнозу добычи нетрадиционного газа.

роста промышленного производства сокращаются, продолжается падение индексов деловой активности, растут проблемы обслуживания суверенного долга отдельных стран.

Цена на нефть в эпоху ее интеграции с мировыми финансовыми рынками, зависящая во многом от ожиданий потребителей, не может оставаться стабильной при столь глубоком дисбалансе стоимости сырья и состояния реального сектора. Падение цен до менее чем 110 долл./барр. в начале августа 2011 года было логичным откликом на удручающую статистику, характеризующую состояние мировой экономики. Беспорядки в странах арабского мира, падение поставок нефти из Ливии, позитивные прогнозы многих агентств, журналистов и даже инвестиционных банков по поводу поведения нефтяных котировок не могут удержать цены на высоком уровне. Для этого необходимы новые вливания в финансовую систему или убежденность инвесторов в том, что мировая экономика вступила в новую фазу уверенного роста. Пока этого нет, падение цен является вполне закономерным.

Понижение кредитного рейтинга США в начале августа 2011 года стало эффективным завершением недели спада нефтяных цен и фондовых котировок. Само по себе снижение рейтинга, естественно, не оказывает абсолютно никакого воздействия на нефтяной рынок, не меняет прогноз потребления нефти, не оказывает ограничивающего влияния на возможность инвестирования в сырье. Однако агентство S&P своим решением еще раз подчеркнуло наличие структурных проблем в крупнейшей мировой экономике. Участники рынка мгновенно отреагировали на эту новость, и нефтяные котировки продолжили падение.

Тем не менее снижение рейтинга не явилось «спусковым крючком», который мог бы вызвать обвал нефтяных котировок, подобный тому, который наблюдался в 2008 году. Экономика сегодня чувствует себя все-таки более уверенно. Кроме того, возобновлению роста (пусть и неустойчивого) цен способствовало решение комиссии по открытым рынкам ФРС США о продолжении политики низкой ставки ФРС, по крайней мере, до середины 2013 года. Как уже говорилось выше, именно такая политика в основном и

привела к надуванию очередного пузыря на рынке нефти.

На данный момент ясно одно: цена на нефть находится на завышенном уровне, не соответствующем состоянию реально-го сектора экономики, и если не будет медленного снижения нефтяных котировок, то нас ждет резкое схлопывание пузыря нефтяных цен уже в ближайшее время.

Вызовы для России

Высокие нефтяные цены, какими бы выгодными они ни были для наполнения российского бюджета и решения текущих социально-экономических и политических задач, все равно загоняют российскую экономику во все большую зависимость от сырьевого экспорта. Одним из важнейших факторов в такой ситуации становится динамика нефтяных цен и изменения спроса на нефть, в первую очередь на ключевом для России европейском рынке. А поскольку текущие нефтяные котировки находятся на спекулятивно завышенном уровне, в дальнейшем неизбежно их падение. Вопрос лишь в том, когда это случится.

Таким образом, российская экономика и энергетика остро нуждаются в смене парадигмы развития и уходе от чрезвычайно высокой зависимости экономики от экспорта нефти. Для мировой энергетической системы Россия должна стать не ее сырьевым придатком, каким она по большей части сейчас является, а страной энергетических инноваций, экспортирующей энергетические услуги и технологии. При этом геополитическое значение России должно существенно возрасти, поскольку будущее глобальных мировых игроков определяется не столько контролем над природными богатствами, сколько обладанием эффективными технологиями их использования.

Главный вызов будущему развитию России — это создание системы, которая преобразовывала бы доходы от работы ТЭК не только в рост текущего потребления, но и в инвестиционные вложения, особенно за пределами ТЭК, и создавала бы импульс для качественно нового инновационного развития национальной экономики. Либо эта задача в экономике и энергетике будет выполнена, либо Россия войдет в стадию системного кризиса, выход из которого не обеспечат даже высокие цены на нефть и доходы от экспорта сырья.

В. В. Бушуев, Н. К. Куричев, А. С. Молачиев