

Цены на нефть и мировая финансовая система: сложное взаимодействие

За более чем 100 лет существования мировой нефтяной рынок пережил несколько этапов развития. В разные периоды цена на нефть определялась политикой крупнейших международных нефтяных компаний, поставками нефти стран ОПЕК, балансом спроса и предложения. Однако в начале нынешнего века нефтяной рынок вступил в новый этап развития – этап доминирования спекулятивного капитала. Появилась тесная взаимосвязь между ценами на нефть, фондовыми и валютными показателями, которая в числе прочего привела как к среднегодовому приросту цен на нефть на 28% с 2003 по 2008 год при относительно невысоком приросте мирового потребления, так и к резкому падению среднемесячных цен со 133 до 40 долл./барр. в течение полугода в 2008 году, несмотря на низкую волатильность фундаментальных факторов. Конечно, изменение спроса и низкий уровень свободных добывающих мощностей оказывают значимое влияние на цены на нефть, но основу их поведения сегодня задают факторы именно финансового характера.



Артур МОЛАЧИЕВ,
старший эксперт-аналитик,
Институт энергетической
стратегии (ИЭС)

«НЕФТЯНЫЕ ШОКИ». ПЕРЕХОД К НОВОЙ СИСТЕМЕ ЦЕНООБРАЗОВАНИЯ НА НЕФТЬ

На вторую половину XX века пришлось два нефтяных кризиса – 1973 и 1980-х годов. Причиной обоих «нефтяных шоков» стало сокращение добычи нефти странами ОПЕК и последовавшее за ним резкое повышение цен на сырую нефть.

Нефтяные кризисы негативно отразились на мировой экономике в целом, которая и так находилась в стадии рецессии, характеризующейся высокими темпами инфляции и безработицы.

Основными последствиями кризиса для собственно нефтяного рынка стали сокращение потребления нефти за счет снижения спроса и роста энергоэффективности в развитых странах и увеличение добычи нефти за пределами стран ОПЕК. Взамен долгосрочным контрактам пришли поставки с так называемых спотовых рынков, на которых цены на «черное золото» динамично следовали за спросом, в отличие от фиксированных отпускных цен ОПЕК. Видя это и опасаясь потерять свою долю рынка, страны – члены картеля впоследствии начали постепенно увеличивать долю собственных поставок по спотовым контрактам, отказыва-

ясь от фиксированных цен на нефть. Ключевую роль в развитии данной тенденции сыграл 1986 год, когда Саудовская Аравия привязала свою цену на нефть к спотовой, тем самым обеспечив значительное увеличение собственных поставок на мировой рынок.

Если с 1970-х годов стоимость нефти определялась по формуле «официальная отпускная цена ФОВ ОПЕК + стоимость фрахта», то теперь она уже формировалась на бирже. Изначально биржевая цена определялась балансом спроса и предложения. К примеру, с 1990 по 2000-е годы не было корреляции между курсом доллара и фондовым индексом S&P 500 с ценами на нефть. Азиатско-тихоокеанский кризис 1997–1998 годов, в ходе которого потребление нефти странами АТР сократилось, и террористические акты 11 сентября 2001 года серьезно повлияли на нефтяные котировки. В дальнейшем баланс спроса и предложения в формировании цены отойдет на второй план, а ее основой станет движение капитала на товарно-финансовых рынках. Предпосылкой к такому развитию ситуации было несколько: переход с системы долгосрочных контрактов к спотовым, затем к форвардным и фьючерсным; рост ликвидности рынка; наконец, отмена в 1999 году в США закона Гласса – Стиголла¹.

нефтяной рынок

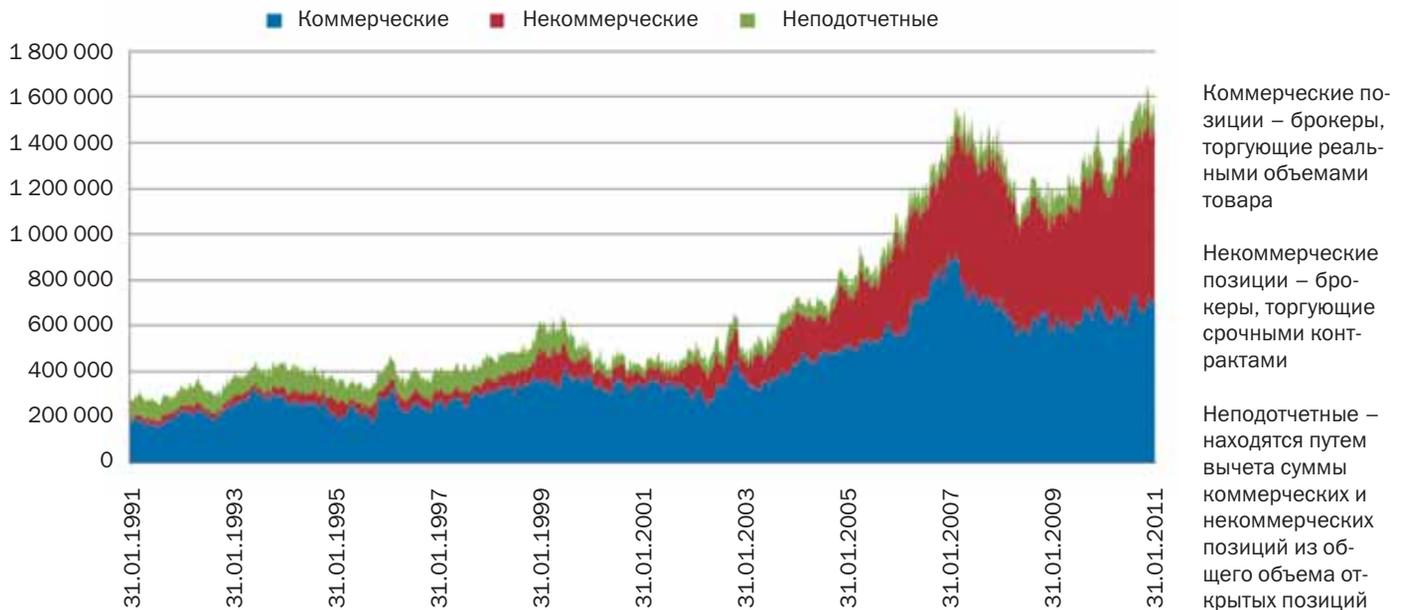


Рис. 1. Динамика изменения длинных открытых позиций по торговле нефтяными фьючерсами на рынке NYMEX

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

Вследствие этого цена нефти стала определяться ее ценностью как финансового актива и фьючерсный рынок превратился в доминирующую силу при ценообразовании на нефтяном рынке.

СПЕКУЛЯТИВНЫЙ СКАЧОК ЦЕН

Развитие фьючерсного рынка привело к притоку на рынок хеджеров², инвесторов и спекулянтов. Нефтяные фьючерсы стали значимой составляющей инвестиционных портфелей биржевых игроков. На рынке росла доля игроков, фактически не связанных с энергетической сферой (**Рис. 1**).

В результате стала проявляться тесная взаимосвязь цены на нефть и курса доллара. Если с 1990 по 2000-е годы корреляция между ценой на нефть марки Brent и индексом доллара была $-0,39$, то с 2000 по 2010 год она составляла $-0,86$.

Первая причина корреляции очевидна – если цена на товар выражена в определенной валюте, то изменение ее покупательной способности ведет к изменению количества товара, которое можно купить за нее. Однако основной механизм взаимодействия

цены на нефть и курса доллара, возникший в 2000-е годы, следующий: цена на нефть фактически стала инструментом защиты от долларовой инфляции. Так, при обесценивании американской валюты цена на нефть растет, что позволяет владельцу нефтяного фьючерса спасти его активы. Таким образом, на цену нефти влияет не только реальная, но и ожидаемая стоимость доллара. Как видно из **Рис. 2**, с 2002 по 2008 год цена на нефть двигалась по восходящему

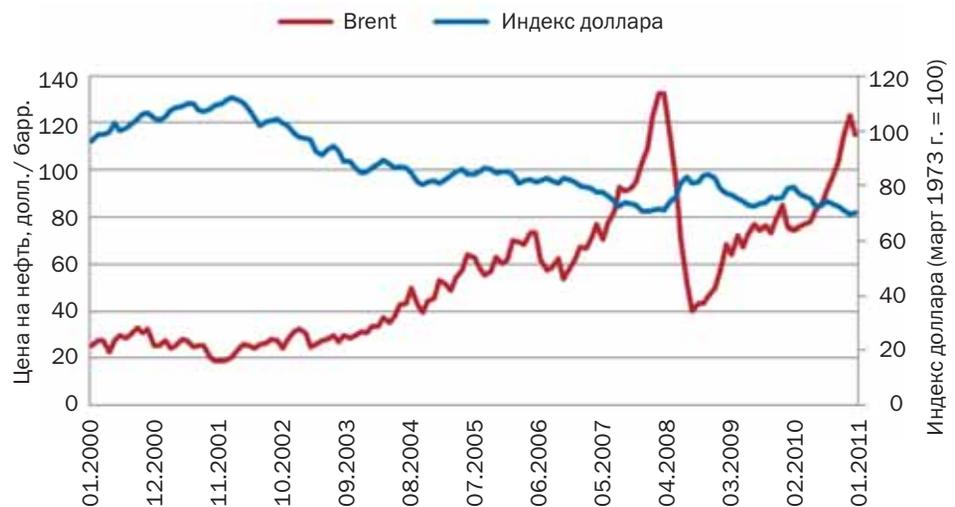


Рис. 2. Взаимосвязь цены на нефть марки Brent и индекса доллара, 2000–2011 гг.

Источник: ИЭС, по данным Управления энергетической информации США и федеральной резервной системы



Рис. 3. Взаимосвязь цены на нефть марки Brent и ожидаемой инфляции, 2005–2011 гг.

Источник: ИЭС, по данным Управления энергетической информации США и федеральной резервной системы

тренду параллельно с падением курса доллара относительно валют основных торговых партнеров.

С 2003 года США окончательно переключились с регулирования денежной массы на регулирование инфляции. Несмотря на рост денежной массы, до начала мирового экономического кризиса она оставалась на уровне 2,5% годовых. Инфляционные ожидания³ также находились на стабильном уровне – 2,2–2,6% (**Рис. 3**). В таких условиях нефтяные фьючерсы оставались чрезвычайно привлекательным средством инвестирования.

Конечно, резкий рост цен на нефть с 2002 года вел за собой не только курс доллара. Были и значимые фундаментальные причины. Динамично росло потребление нефти, особенно в странах АТР. При этом вследствие войны в Ираке свободные мощности стран ОПЕК по добыче нефти⁴ находились на исторически минимальном с 1990-х годов уровне. Практически на всем промежутке с середины 2004 по середину 2008 года они лишь незначительно превышали 1 млн барр. в сутки. Тем не менее, перебоев с поставками нефти не было. Сложилась такая ситуация раньше, возможно, столь значимого эффекта на цены она бы не оказала. Но в условиях интеграции нефтяного и валютного рынков и при широких возможностях по инвестированию в нефтяные фьючерсы чувствительность нефтяного рынка к малейшим изменениям конъюнктуры возросла многократно. Позитивные ожидания роста нефтяных цен, основанные на фундаментальных факторах, подогревали рынок. Согласно отчету подкомитета по надзору и расследованиям при Конгрессе США (HSOI) доля спекулятивного капитала на торгах нефтя-

ными фьючерсами на бирже NYMEX в 2008 году возросла до 70%, тогда как в 2000 году этот показатель составлял 32%.

В принципе с 2003 года начался период значительного роста всей мировой экономики. Во многом этому способствовало развитие финансового сектора. Настроения инвесторов были позитивными. Стабильно росли фондовые индексы, считающиеся рискованным активом. Происходил переток денег «из качества в риски», при котором также увеличивались цены на нефть. Можно утверждать, что на рынке уверенно надувался спекулятивный пузырь.

2008 ГОД. КРИЗИСНОЕ ПАДЕНИЕ

Когда на рынке происходит явление, называемое «схлопывание спекулятивного пузыря», те же игроки, кото-

рые скупали товар по неоправданно высоким ценам, хаотично избавляются от него, сбивая рыночную стоимость. Именно такая ситуация наблюдалась на рынке нефти в 2008 году. Столь резкому падению способствовали также те же факторы, которые на протяжении всего периода роста способствовали увеличению цены. Во-первых, кризисное падение сопровождалось ростом курса американской валюты. Следовательно, падение цены со 144 до 34 долл./ барр., то есть на 76%, было бы менее значительным, если выразить его в другой валюте, скажем в евро.

Кризисные явления в мировой экономике привели к падению мирового ВВП. И хотя спрос на нефть относительно неэластичен по ВВП, в 2008 году падение среднегодового совокупного мирового потребления относительно уровня предыдущего года составило 0,4 млн барр. в сутки. Цифра не столь значительна лишь по причине относительно высокого потребления в первой половине 2008 года. Если сравнить показатели 2007 и 2009 годов, среднегодовое снижение составило 1,7 млн барр. в сутки. Свободные мощности ОПЕК по добыче нефти превысили 4 млн барр. в сутки. Естественно, оптимизм игроков по поводу перспектив поведения нефтяных цен поубавился.

Вместе с тем падение было бы не столь сильным, если бы не переток денег между нефтяными фьючерсами и другими видами рискованных активов. Фондовые индексы начали падать примерно с ноября 2007 года. Индекс S&P 500, достигнув среднемесячного максимума в октябре 2008 года, упал к ноябрю прошлого года на 42%, DOW – на 37%, NASDAQ – на 46,3%. А цены на нефть в первой половине

нефтяной рынок

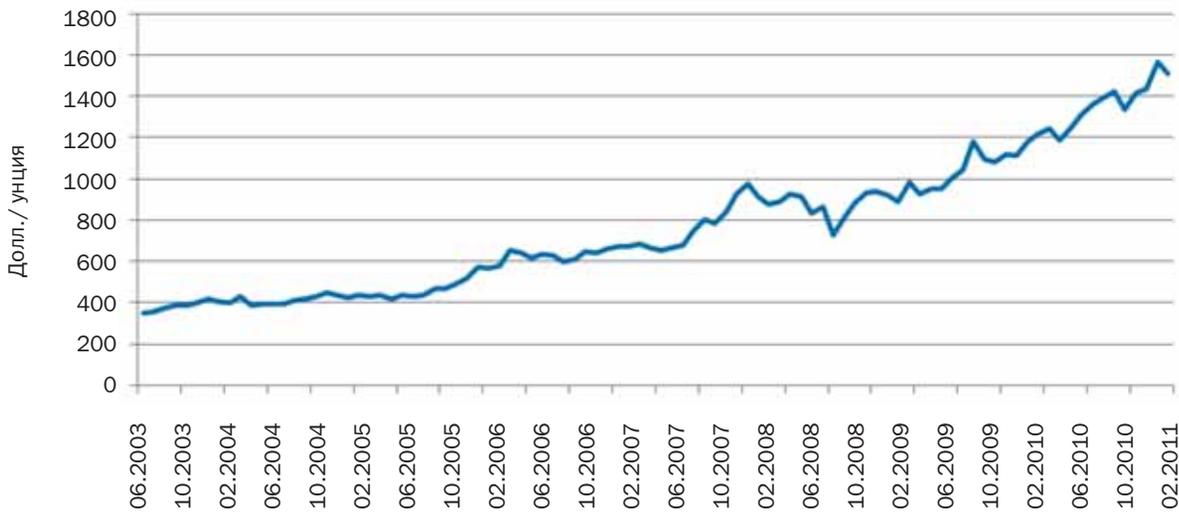


Рис. 4. Динамика цены на золото, 2003–2011 гг.

Источник: ИЭС, по данным www.goldprice.org

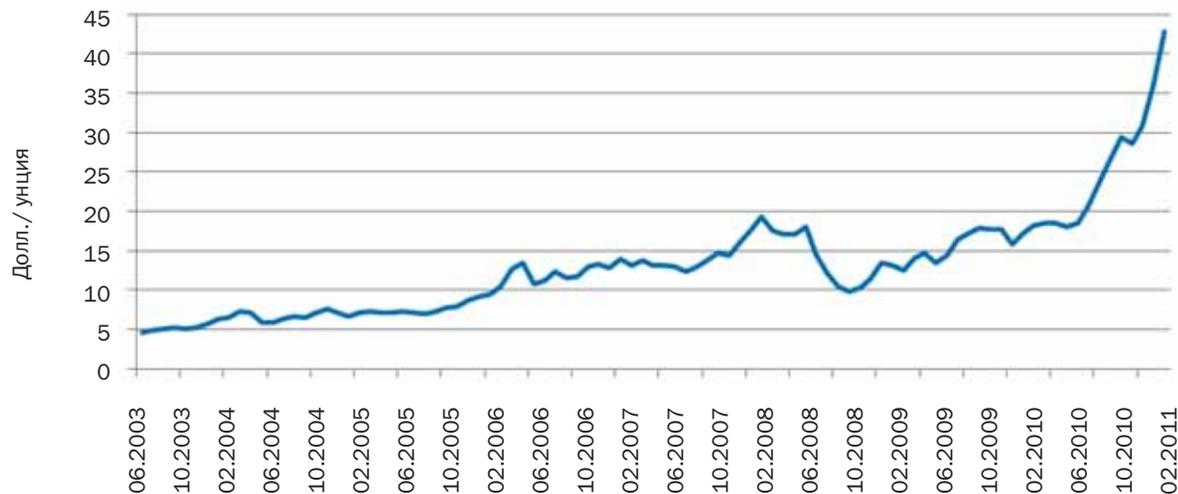


Рис. 5. Динамика цены на серебро, 2003–2011 гг.

Источник: ИЭС, по данным www.silverprice.org

2008 года все еще продолжали расти, достигая новых рекордных значений. В июле 2008 года произошло, как впоследствии стало ясно, схлопывание спекулятивного пузыря на рынке нефтяных фьючерсов, остававшихся 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 факторы преимущественно финансового характера.

ЧТО ДАЛЬШЕ?

Начавшийся в 2009 году рост цен, значительно превышающий докризисные темпы, несмотря на невпечатляющие данные о восстановлении мировой экономики, является прямым следствием проводимой крупнейшими Центробанками политики. Особую роль играют действия Федеральной резервной системы (ФРС) США – резкое снижение учетной ставки и программы количественного смягчения⁵. Несмотря на их определенное позитивное влияние на американскую экономику, анализируя статистические данные, можно сделать вывод, что большая

часть так называемых свободных денег идет не в реальный сектор экономики, а на фондовые и товарные рынки.

Рост цен наблюдался на большинстве рынков. Золото торгуется на уровне более 1600 долл./ унция, превысив максимум 2008 года более чем на 64% (Рис. 4). Стоимость серебра превысила докризисный максимум более чем в два раза (Рис. 5). Возвращаясь к рынку нефти, необходимо отметить, что возобновление роста цен на нефть началось вместе со снижением ставки ФРС до уровня в

0,25%. Первая волна масштабного выкупа казначейских и ипотечных облигаций (Qe-1) была запущена в марте 2009-го и продолжалась до апреля 2010 года. За это время среднемесячная цена на нефть марки Brent возросла с 46,5 до 78,8 долл./ барр. (Рис. 6).

Заявление ФРС США о второй волне количественного смягчения (Qe-2), сделанное в конце августа 2010 года, утвердило инфляционный сценарий развития американской экономики. Естественно, это увеличило ценность активов, эффективных в условиях инфляции, прежде всего



Рис. 6. Динамика цены на нефть марки Brent, март 2008 – июль 2011 гг.

Источник: ИЭС, по данным Управления энергетической информации США

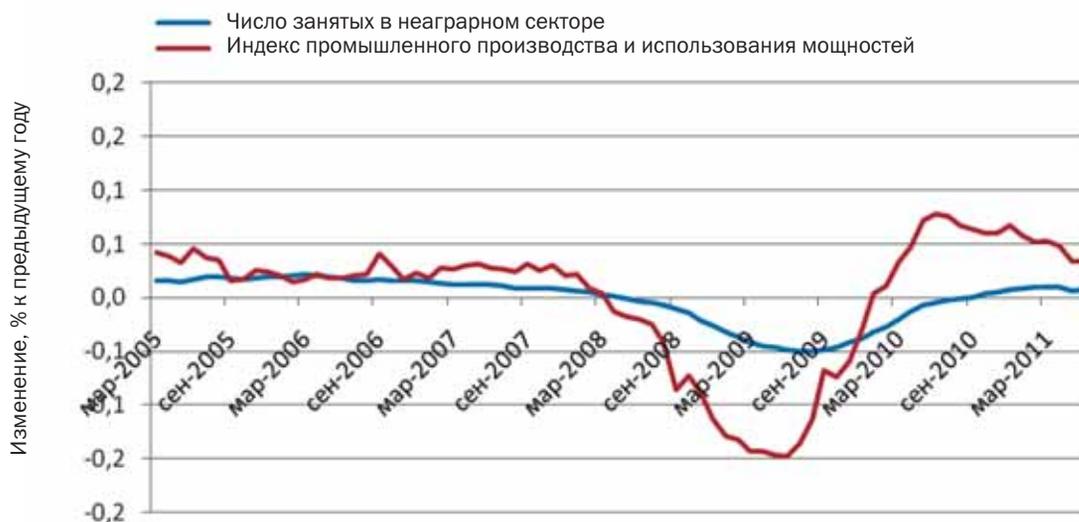


Рис. 7. Изменение числа занятых в неаграрном секторе и индекса промышленного производства и использования мощностей в США, 2005–2011 гг.

Источник: Федеральный резервный банк Сент-Луиса

нефтяной рынок



Рис. 8. Динамика индекса промышленного производства в еврозоне, 2007–2011 гг.

Источник: Eurostat

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.

Нельзя отрицать воздействие на рост цен такого важного фактора, как восстановление мирового потребления. Однако рост потребления не опережал цену, а скорее, следовал за ней. В марте и апреле 2009 года, когда начался рост нефтяных котировок, среднемесячное потребление нефти было более чем на 3 млн/ барр. меньше по сравнению с предыдущим годом. Таким образом, взлет цен явно не был обусловлен резким ростом спроса на нефть и низким уровнем свободных мощностей. Говоря о свободных мощностях, хочется отметить ситуацию в начале 2011 года, когда падение добычи в Ливии в связи с военными действиями в стране привело к значительному росту нефтяных котировок. Согласно информации представителей ОПЕК и даже Управления по энергетической информации США, свободных мощностей ОПЕК было достаточно, чтобы с лихвой компенсировать потерю поставок из этой североафриканской страны. Реальной нехватки нефти в основных регионах потребления не отмечалось. Однако опасения потребителей привели к росту котировок до 127 долл./ барр. в конце апреля. Несмотря на то что взлет цен имеет под собой фундаментальную составляющую – нехватку свободных мощностей, причиной

можно считать рыночный фактор – страхи инвесторов.

Тенденция сокращения добычи нефти ОПЕК при растущем потреблении влияет на цены, но фундаментальные факторы явно не могут быть причиной роста цен до 118 долл./ барр. по сравнению со среднегодовым 79,5 долл./ барр. в 2010 году. Особенно заметно это становится, если взглянуть на статистические данные, характеризующие состояние крупнейших экономик.

В последней опубликованной в июне 2011 года «Бежевой книге»⁶, характеризующей состояние американской экономики, указывается, что темпы роста промышленного производства замедлились, ситуация на рынке жилья также неутешительна (Рис. 7). Производители столкнулись с увеличением себестоимости про-

дукции из-за скачка цен и роста топливных издержек. Инфляция в США все еще находится на высоком уровне. Если негативная макроэкономическая ситуация в США вместе с рекордным уровнем коммерческих запасов уже повлияла понижательно на котировки нефти WTI, создав беспрецедентную в истории разницу цен, то котировки нефти Brent все еще находятся на высоком уровне, хотя в еврозоне тоже фиксируется замедление экономического роста (Рис. 8).

Несмотря на то что экономики отдельных страны Европы чувствуют себя хорошо, в целом по еврозоне темпы роста промышленного производства сокращаются, продолжается падение индексов деловой активности. Хорошо заметно, как сокращается потребление нефти Францией, Германией, Италией и Великобританией. Ни у одной из упомянутых стран потребление нефти не достигло докризисного уровня (Рис. 9).

Ясно, что цена на нефть сейчас находится на спекулятивно раздутом уровне. Ее будущее зависит в значительной мере от ожиданий потребителей и действий ФРС США как основного мирового финансового регулятора. Высокие нефтяные котировки отнюдь не способствуют восстановлению мировой экономики, но представители контролирующих органов США, хоть и признают спекулятивную составляющую в цене, не торопятся предпринимать определенные действия. Разговоры в 2008 году по поводу чрезмерного влияния спекулятивного капитала так и не закончились принятием действенных мер. Новый закон Додда – Франка⁷, направленный на рост прозрачности и стабильно-



Рис. 9. Динамика потребления нефти крупнейшими странами Европы, 2002–2011 гг.

Источник: ИЭС, по данным Eurostat

сти финансовой системы США, также не оказал реального воздействия на сырьевые рынки.

При такой пассивности регулирующих органов США возникает вопрос: действительно ли невыгодны высокие цены на нефть для крупнейшей мировой экономики? Рост цен на нефть автоматически увеличивает прибыль крупнейших международных нефтяных компаний, базирующихся преимущественно в США и ЕС, страны-экспортеры за деньги, вырученные от продажи нефти, покупают товары американского производства. Есть также более веская причина для поддержания нефтяных котировок на высоком уровне. Согласно стратегии энергобезопасности Барака Обамы импорт нефти чуть более чем за 10 лет должен сократиться на треть. Для компенсации импорта около 3,7 млн барр. нефти в сутки должна значительно возрасти добыча внутри страны. В США пик добычи нефти пришелся на 1970 год, и с тех пор уровень добычи не снижался. Тенденция была сломлена лишь во время второго нефтяного кризиса, когда цены на нефть за короткий промежуток времени выросли в четыре раза, и в 2009–2010 годах стабильно высокие в долгосрочном периоде цены на нефть делают рентабельными инвестиции в разведку дорогих, но обширных запасов на шельфе и сланцевой нефти, а также в развитие возобновляемых источников энергии и разработку и внедрение энергосберегающих технологий.

Перспектива нефтяных цен сейчас крайне неоднозначна. С одной стороны, раздутые нефтяные котировки не подкреплены фундаментальными показателями. Измене-

ние ожиданий биржевых игроков может в любой момент поспособствовать падению цен. Однако многое зависит от того, вступят ли крупнейшие экономики в новую фазу устойчивого роста, а также от действий ФРС по дальнейшему регулированию экономики США. А оснований считать, что США заинтересованы в снижении нефтяных цен, на данный момент нет. ●

¹ Закон Гласса – Стиголла, принятый в 1933 году, ограничивал право коммерческих банков заниматься инвестиционным бизнесом.

² Хеджеры – категория игроков на бирже, совершающих операции с целью защиты активов от колебаний цены.

³ Инфляционные ожидания рассчитываются как разница между доходностью 10-летних казначейских облигаций и их же доходностью, очищенной от инфляции.

⁴ Свободные мощности ОПЕК по добыче нефти – показатель, наиболее объективно отражающий возможность стран-экспортеров в краткосрочной перспективе нарастить добычу.

⁵ Программа количественного смягчения – вливание ФРС США ликвидности на рынок путем выкупа активов у банков. К текущему моменту состоялось 2 этапа программы: с марта 2009 по март 2010 года и с ноября 2010 по июнь 2011 года.

⁶ «Бежевая книга» – экономический обзор ФРС, публикуемый 8 раз в год. Полное название отчета – Summary of Commentary on Current Economic Conditions by Federal Reserve District. Используемый в данной статье обзор был опубликован 8 июня 2011 года.

⁷ Закон Додда – Франка – масштабный закон о финансовом регулировании, принятый в 2010 году в США. Большинство положений закона уже вступило в силу, части из них это только предстоит. Для того чтобы закон полностью вступил в силу, может потребоваться значительное время.