

ФИНАНСОВЫЕ КРИЗИСЫ И ВОЛАТИЛЬНОСТЬ НЕФТЯНОГО РЫНКА

**В.В. Бушуев, д.т.н., директор Института энергетической стратегии
Министерства энергетики РФ**

Глобализация и “свободная” экономика характеризуются масштабными и слабо контролируруемыми перетоками капитала из одной сферы в другую. С переходом на постиндустриальный путь развития в ведущих капиталистических странах, прежде всего в странах ОЭСР, деньги стали не только обслуживать реальное товарное производство, но и зажили своей самостоятельной жизнью, перестав быть обменным эквивалентом материального товара. Количество денег в мировой экономике становится больше, чем необходимо (M1) для обслуживания материального производства. На смену классической схеме “деньги – товар – деньги” в странах с виртуально развитой экономикой (сфера нематериальных услуг, индустрия знаний, биржевой рынок, банковский бизнес и т.п.) пришла и стала активно функционировать чисто финансовая схема “деньги – деньги”.

Неконтролируемая работа печатного станка резко увеличила денежную массу (M2) мировой валюты – доллара. США даже сняли последнее ограничение на выпуск своей валюты – ее обеспечение запасом золота. В середине 70-х годов XX в. были созданы условия для образования финансового “облака”, оторванного от “грешной земли”. Начиная с 1995 г., то есть с появлением “новой экономики” в форме интернет-бизнеса и ИТ-компаний, предложение денег в США стало расти чрезвычайно высокими темпами (см. Рис. 1).

Накачка мировой экономики деньгами усилилась, когда в 1999 г. администрация США сняла ограничения на запрет банкам, венчурным, пенсионным и другим фондам заниматься инвестициями, выпуском ипотечных бумаг, игрой на валютных биржах и фондовых рынках, другими высокорискованными, но приносящими максимальные прибыли спекулятивными операциями. Неконтролируемый рост денежной массы привел к тому, что с 2006 г. ФРС США вообще перестал контролировать ее общий индекс (M3).

Товарно-сырьевые рынки, на которых происходила купля-продажа материального товара по ценам, зависящим от спроса и предложения на этот товар, по объемам капитализации уступили свое место валютно-финансовым рынкам. На этих рынках активно велись операции с ценными бумагами и производными финансовыми инструментами – от форвардных и фьючерсных контрактов до опционов, спотов, фондовых индексов и других деривативов (см. Рис. 2).

Задуманные как способ страхования рисков при купле-продаже реальных товаров, а также инвестиций, деривативы быстро превратились

в самостоятельный объект биржевой торговли, объемы сделок с которым многократно превысили объем товарных поставок. Так, уже в 2005 г. общая стоимость деривативов на мировом рынке превысила 250 трлн. долл., тогда как стоимость реального товара не превышала 0.5% этой величины. Особенно бурным был рост этих нематериальных активов в последние годы после введения электронных торгов, когда на рынке фигурировали даже не бумажные фантики, а так называемые электронные деньги, объем использования которых вообще не имел никаких ограничений.

Потоки виртуального капитала привели к росту индекса фондового рынка *S&P500*, через который в 2007 г. управлялись активы на сумму 5.7 трлн. долл. Подъем 1995–2000 гг. был связан с ростом капитализации ИТ-компаний, порожденных инфоэкономикой Силиконовой долины. Этот бум закончился в марте 2000 г. обвальным падением индекса (крах “доткомов”) из-за потери доверия бизнеса к сверхожиданиям интернет-сектора экономики и масштабного оттока финансовых средств из этого сектора.

Возврат к высоким значениям фондового индекса в 2005–2008 гг. был обусловлен надуванием финансовых пузырей сначала на ипотечном, а затем на сырьевом (нефтяном) рынках.

Одним из ключевых звеньев перемещения биржевой торговли с товарного на финансовый рынок является рынок нефтяных фьючерсов, цена которых должна была стать индикатором стоимости нефтяных сделок. В начале 2008 г. объем фьючерсных сделок на мировом рынке почти в 1.5 тыс. раз превышал объем товарных сделок с нефтью. И объясняется это тем, что свободные деньги с валютного рынка, а вслед за ними деньги различных достаточно богатых пенсионных, инвестиционных, хедж-фондов устремились на рынок нефтяных фьючерсов. Этот “паводок” был обусловлен неустанно подогревавшейся в СМИ информацией об истощении запасов нефти, о взрывоопасной геополитической обстановке на Ближнем Востоке, о бурно растущем спросе на нефть со стороны Китая. Но это был лишь фон для поддержания иллюзии о предстоящем дефиците нефтяных ресурсов.

На самом деле на естественную тенденцию роста мировых цен на нефть (ибо эпоха дешевой нефти действительно заканчивается из-за удорожания операционных и инфраструктурных затрат на ее добычу) накладываются весьма существенные колебания, обусловленные перетоками свободного капитала между нефтяным и другими секторами общего финансового рынка. Начиная с середины первого десятилетия XXI в. нефтяной фьючерсный рынок перестал быть самостоятельным товарно-сырьевым рынком, конъюнктура которого зависит от соотношения спроса и предложения, запасов товарной продукции и инвестиций в развитие

нефтедобычи, а превратился в сегмент валютно-финансового рынка. Отсюда и сильная зависимость котировок нефтяных фьючерсов от соотношения между долларом и евро, ставки рефинансирования ФРС США и других чисто финансовых факторов (см. Рис. 3).

Чисто биржевая маржа по нефтяным фьючерсам в период всплеска цен 2007–2008 гг. достигала 70%. В мае 2008 г. перегрев нефтяного рынка достиг своего пика, обусловленного пределом допустимого роста цен (120–130 долл./барр.) с точки зрения макроэкономической ситуации в реальном секторе промышленного производства США. Одного только внимания Конгресса США к бесконтрольной ситуации на спекулятивном рынке фьючерсов оказалось достаточно, чтобы капитал с этого рынка устремился в менее рискованные активы, в частности в казначейские облигации США, дающие, однако, доход всего 2% годовых.

Пик доходности по облигациям пришелся на декабрь 2008 г., когда обозначилось дно фондового кризиса и капитал вновь устремился в более рискованные сегменты экономики, в частности на рынок сырьевых товаров, в том числе рынок нефти. Таким образом волатильность нефтяного рынка обусловлена прежде всего перетоками свободного капитала, который ищет ниши для вздувания нового финансового “пузыря”.

Кризисом в полном смысле этого слова можно называть ситуацию, когда невозможно продолжение функционирования системы в рамках прежней модели. Поэтому следует различать долгосрочные тенденции, существующие на финансовых рынках, смена которых вызвана радикальными изменениями в монетарной системе (кризисом как поворотным пунктом), и волатильность, обусловленную перетоками капитала между различными сегментами общего рынка при сохранении прежних базовых принципов формирования и функционирования системы в целом.

Такими радикальными изменениями тенденций (сменами экономической парадигмы в результате подлинного кризиса действовавшей системы) можно считать переход от классической рыночной экономики к кейнсианской, а затем – к монетарной модели.

Великая депрессия 1929–1933 гг. была подлинным кризисом саморегулирующегося рынка с его “невидимой рукой” и совершенной конкуренцией, в условиях которого цены достаточно объективно отражали баланс спроса и предложения. Рыночный фундаментализм уступил место государственному “социализму”, который в СССР, США и Германии привел к радикальной индустриализации этих стран, хотя и с различными социально-политическими последствиями. Роль денег при этом была резко снижена.

Монетаризм последней четверти XX в. не только возродил, но и гипертрофировал роль денежных средств в мировой экономике. Постре-

форменная Россия, не имея иммунитета к разрушающему влиянию “невидимой руки” рынка, за 15 лет пережила и рыночную эйфорию, и глубокое разочарование. Сегодня не только в России, но и во всем мире вновь проявляется интерес к марксистской школе государственного регулирования экономики. Но на саммите “восьмерки” в апреле 2009 г. не было принято принципиальных решений по изменению монетарной системы и фундаментальной парадигмы развития мировой экономики. “Воспаление” и “прорыв” финансового пузыря 2007–2008 гг. решили лечить прежним способом – вливанием в банковскую систему и реальную экономику новых порций денежной массы в объеме свыше нескольких триллионов долларов. Кратковременно это может дать некую стабилизацию, но в конечном счете усугубит кризиса монетаризма, понимаемого, согласно О. Шпенглеру, как “диктатура денег”.

К середине 2009 г. на основе позитивных данных о замедлении темпов экономического спада в мире стало укрепляться мнение о том, что дно кризиса достигнуто и начинается восстановление финансовых рынков, вслед за которым с полугодовым лагом можно ожидать подъема реального сектора. В качестве конкретных примеров приводились рост промышленного производства в Китае в первом квартале 2009 г. на 10% по сравнению с соответствующим периодом 2008 г., а также рост фондовых индексов и нефтяных цен (но не спроса).

Вместе с тем продолжалось падение промышленного производства в странах ОЭСР (в США – на 12%, в Японии – на 37%), в России – на 20%, в Бразилии – на 17%. Соответственно росла безработица.

Поэтому дальнейшее развитие ситуации оценивается с различными ожиданиями формы выхода из текущей финансово-экономической рецессии: *V*-образная (быстрый возврат на исходные позиции 2007 г.); *U*-образная (затягивание “дна” на 1.5–2 года с последующим подъемом рынка); *L*-образная (длительная стагнация экономики).

На наш взгляд, современное развитие мировой финансово-экономической ситуации имеет в целом *M*-образный, то есть волновой характер с периодичностью взлетов и падений в 10–12 лет (вспомним финансовые кризисы 1998 и 2008 гг.). Схема же выхода из текущей рецессии будет носить комбинированный *V–L*-образный характер. Вслед за довольно быстрым восстановлением экономики в 2009–2010 гг. из-за нерешенности фундаментальных проблем в 2011–2012 гг. последует вторая волна спада, более глубокая и продолжительная. Острота ожидаемого нового кризиса может привести к смене экономической парадигмы мирового развития.

Поскольку нефтяной рынок стал сегментом финансового рынка, то основные закономерности последнего – цикличность и волатильность – проявляются здесь не только качественно, но и гораздо более явно вы-

ражены количественно. Это объясняется тем, что финансовая емкость нефтяного рынка на порядок меньше емкости валютного рынка, поэтому изменение курса долл./евро на 10% приводит к двукратному изменению нефтяных цен (см. Рис. 3).

Под действием монетарных сил рынок нефтяных фьючерсов вновь становится местом активизации спекулятивных игр по схеме “нефть против доллара”. Причем это происходит на фоне снижения спроса на нефть из-за продолжающегося экономического спада, сокращения государствами ОПЕК реальных объемов ее добычи и роста промышленных запасов нефти в странах ОЭСР (см. Рис. 4).

С учетом высокой волатильности нефтяного рынка можно прогнозировать новый всплеск цен уже к концу 2009 г. – началу 2010 г. до уровня 100 долл./барр. Это чревато новым “пузырем”, который при отсутствии качественных изменений в технологическом укладе энергетического сектора и монетарной политике к концу 2011 г. неизбежно сдуется до уровня “фундаментального дна”, определяемого себестоимостью нефтедобычи (35–40 долл./барр).

Следует отметить, что общий *M*-образный характер динамики нефтяных цен, а также ее вид *V-L*-образный в период 2009–2012 гг. прогнозировались Институтом энергетической стратегии еще в 2006 г. Реальный обвал в 2008–2009 гг. оказался более существенным, чем предполагалось ранее, уже не по объективной причине (волатильность рынка), а по субъективной (поведение ключевых игроков, игравших на понижение). Однако дальнейшие тенденции сближаются при прогнозах, сделанных с разрывом во времени в 2.5 года, что говорит об их закономерности.

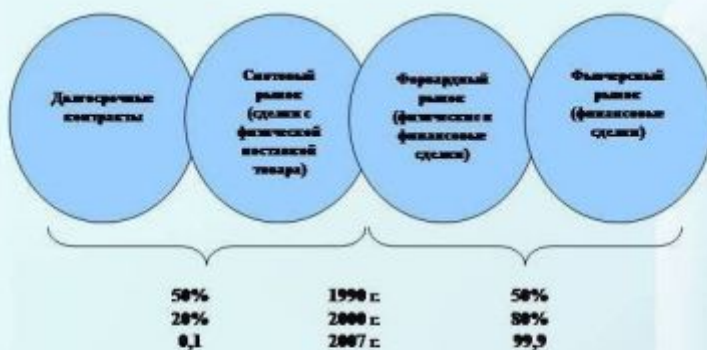
Наш прогноз (см. Рис. 5) существенно отличается от долгосрочных наметок Министерства экономического развития РФ, в которые заложен постоянно растущий тренд цен на нефть. Прогноз МЭР может рассматриваться лишь как усредненный для периода до 2020 г. Но естественная глубокая волатильность нефтяного рынка вследствие его более высокой чувствительности к перетокам капитала из одного сегмента финансового рынка в другой свидетельствует о том, что колебания цен могут достигать 100% от среднего уровня. Поэтому существуют риски как излишнего пессимизма, вызванного продолжающимся спадом экономики, так и неоправданного оптимизма в надежде, что все само собой образуется.

Минимизация этих рисков требует более тщательного мониторинга и прогнозирования долгосрочной динамики мирового финансового рынка и его нефтяного фьючерсного сегмента. Достоверность прогнозов будет определяться тем, насколько правильно будут поняты и оценены все закономерности мировой конъюнктуры.

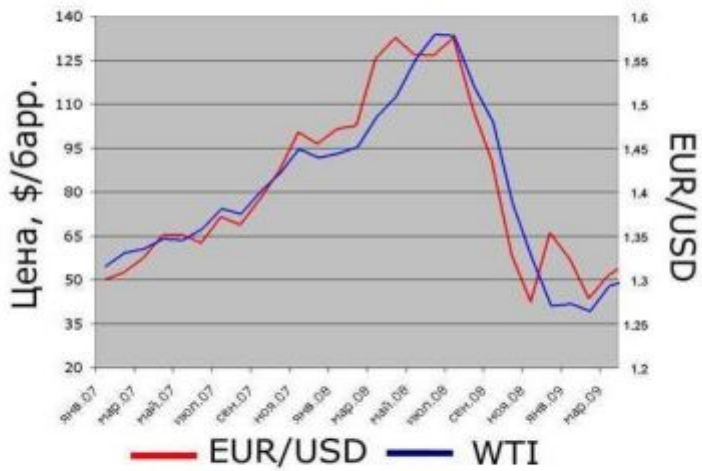
Динамика денежной массы и фондового индекса



Трансформация: от барреля - к фьючерсу



EUR/USD и нефть



Соотношение запасов и цен (для Европы)



Прогноз цен на нефть Urals

