

## **Механизм ценообразования на мировом рынке нефти и перспективы динамики ее цены**

*Тезисы к заседанию Ученого совета ИМЭМО РАН 27 февраля 2013 г.*

1. Ключевым структурным сдвигом в мировой экономике, который разворачивается примерно с середины 1990-х годов, является опережающее развитие «экономики активов/запасов». Если в 1980 г. номинальная стоимость первичных активов – акций, облигаций, долга и займов – в совокупности составляла менее половины мирового валового внутреннего продукта, то в конце 1990-х годов она почти сравнялась с мировым ВВП, а с 2007 г. (с перерывом на кризисный 2008 г.) превышает последний более чем в три раза. С учетом деривативов «экономика активов/запасов» превосходит «экономику потоков» или ВВП в десятки раз. Опережающий рост «экономики активов» вывел на экономическую сцену новых игроков – пенсионные фонды, фонды совместных инвестиций, страховые компании, фонды суверенного благосостояния стран–нефтеэкспортеров, хедж-фонды, фонды прямых инвестиций. Эти игроки оказывают возрастающее влияние на экономическую политику и развитие мировой экономики.

2. Аналогичный по сути структурный сдвиг произошел на мировом рынке нефти. Опережающий рост обращающихся на биржах и во внебиржевом обороте нефтяных деривативов, в первую очередь фьючерсных контрактов на сырую нефть, привел к тому, что современный мировой рынок нефти превратился в дуальное образование и функционирует на стыке рынка физической нефти (потока) и рынка нефтяных деривативов (активов/запасов). При этом оборот на рынке нефтяных деривативов, включая биржевой и внебиржевой рынки, по номинальному объему в десятки раз превосходит оборот на рынке физической нефти.

Важнее, что в результате опережающего развития рынка нефтяных деривативов и превращения нефти в особый класс активов со специфическими характеристиками изменилась конфигурация факторов, определяющих динамику цены нефти.

3. Рынок нефтяных деривативов возник в конце 1970-х – первой половине 1980-х годов, когда происходила смена режима ценообразования на нефть – завершалась историческая эпоха абсолютного доминирования «семи сестер»<sup>1</sup> и существенно усилилось влияние на цену со стороны ОПЕК. Смена режима сопровождалась нарастанием ценовой волатильности, что заставило основных потребителей нефти искать механизмы, сглаживающие волатильность и позволяющие хеджировать ценовой риск. Обе эти функции начал выполнять рынок фьючерсных контрактов на сырую нефть и нефтепродукты (с 1978 г. в США на NYMEX котируется фьючерс на печное топливо, 1983 г. – фьючерс на легкую сладкую (низкосернистую) нефть WTI, 1984 г. – фьючерс на автомобильный бензин; на лондонской International Petroleum Exchange (IPE) в 1980 г. запущен фьючерс на газойль, а 1988 г. – фьючерс на нефть Brent). Фьючерсный контракт на сырую нефть представляет собой стандартизированный контракт на поставку/покупку фиксированного количества нефти в установленное время в будущем по установленной цене в установленном месте. Фьючерсные контракты номинированы в долларах США, что обеспечивает им очень высокую ликвидность. Развитый фьючерсный рынок дал толчок развитию опционных и своповых контрактов. Опцион на фьючерс представляет собой контракт на право (но не обязательство) купить или продать нефтяной фьючерс при определенных условиях. Своповый контракт или своп представляет собой контракт на многопериодный обмен платежами между участниками сделки.

Развитие рынка нефтяных деривативов открыло перед самыми разными типами инвесторов принципиальную возможность инвестировать в нефть. Ранее они могли это делать только опосредованно, приобретая акции и/или облигации нефтяных компаний. До середины 1990-х годов на этом рынке действовали две основные группы игроков: хеджеры или игроки физического рынка нефти (добывающие компании, бензоколонки, нефтеперерабатывающие заводы, розничные торговцы), страхующие ценовой риск, и традиционные спекулянты или финансовые игроки, которые берут на себя риски хеджеров, одновременно обеспечивая рынку деривативов необходимую ликвидность. В последние два десятилетия основными игроками на рынке нефтяных деривативов стали

---

<sup>1</sup> «Семь сестер» – крупнейшие американские и европейские транснациональные нефтяные компании. К настоящему времени «семь сестер» трансформировались в пятерку супермейджеров, крупнейших частных публичных вертикально-интегрированных нефтегазовых компаний, включая: Exxon Mobil, Royal Dutch Shell, BP, Chevron и Total.

крупнейшие банки, инвестиционные фонды и пулы, включая хедж-фонды, которые создали разнообразные инструменты, обеспечивающие легкость работы на этом рынке как для квалифицированных, так и самых неквалифицированных игроков. В настоящее время рынок бумажной нефти поддерживается по двум основным каналам – это деньги крупных финансовых институтов (банков и хедж-фондов) и средства пассивных инвесторов, для которых финансовые институты создали линейку инвестиционных инструментов.

4. С середины 1980-х в основе механизма ценообразования на мировом рынке нефти лежит фьючерсный контракт. Нефтяные деривативы быстро утвердились как инструмент хеджирования ценового риска в экономике США. Со второй половины 1980-х годов Саудовская Аравия и ведущие мировые нефтеэкспортеры привязали к котировкам фьючерсного рынка цены в своих экспортных нефтяных контрактах.

С массовым выходом на рынок нефтяных деривативов крупнейших банков и финансовых структур у фьючерсного контракта на сырую нефть появилась и вторая жизнь. Нефтяной фьючерс – это не просто инструмент котирования цены нефти, но одновременно и специфический актив в совокупном инвестиционном портфеле. С одной стороны, он выполняет котировальную функцию для цены физической нефти, с другой стороны, вместе с другими деривативами и прочими финансовыми инструментами обращается в экономике запасов.

5. По крайней мере, два обстоятельства способствовали тому, что фьючерс превратился в самостоятельный класс финансовых активов. Во-первых, в долговременной перспективе инвестиции в нефтяные деривативы являются доходным бизнесом и страхуют инвесторов от риска инфляции. Во-вторых, до глобального финансово-экономического кризиса долгосрочная доходность нефтяных фьючерсов слабо коррелировала с доходностью других финансовых активов, что позволяло инвесторам снижать совокупный риск инвестиционного портфеля.

6. Существование нефти в двух ипостасях: как физической нефти в экономике потоков и как актива в экономике активов, – модифицировало механизм ценообразования. В настоящее время целесообразно говорить о движении цены нефти в коридоре, границы которого заданы интересами основных игроков рынков

физической нефти и нефтяных деривативов. Снизу коридор ценовых колебаний ограничен следующими факторами: продолжающимся, хотя и замедляющимися темпами, ростом потребления нефти в развивающихся странах, особенно Китае; смещением добычи в зоны повышенных издержек (глубоководный шельф, битуминозные песчаники, тяжелая нефть Венесуэлы); высокими издержками производства возобновляемых источников энергии; необходимостью поддерживать цену нефтяных деривативов. При существенном снижении цены нефти ведущие члены ОПЕК сократят добычу. Сверху коридор также ограничен рядом факторов: необходимостью поддержания положительных темпов глобального экономического роста; ростом предложения нефти; стремлением ОПЕК замедлить развитие альтернативных источников энергии. При существенном росте цены нефти ведущие члены ОПЕК постараются максимально нарастить добычу.

Верхнюю границу ценового коридора толкают вверх и финансовые инвесторы, и производители нефти, так как интеграция финансового и нефтяного рынков объединила интересы этих двух разных групп игроков. У нефтеекспортеров помимо традиционных мотивов получения прибыли на инвестиции в нефтедобычу добавился мотив максимизации дохода или хотя бы поддержания реальной стоимости тех активов, которые они приобрели в глобальной финансовой системе в обмен на рециклированные нефтедоллары. Игроки рынка финансовой нефти и в целом развитые страны, у которых экономика активов многократно превышает экономику потоков, заинтересованы в том, чтобы цена активов росла темпом, не уступающим темпу инфляции.

7. Основными рисками цены нефти в среднесрочной перспективе являются имплементация требований закона Додда–Франка и положений Базеля III, повышение процентной ставки ФРС США и изменение относительных курсов ведущих мировых валют. Данные факторы могут существенно повлиять на функционирование рынка нефтяных деривативов.