



Есть ли приемы против волатильности?

В №11–12/2020 «Нефтегазовой Вертикали» были опубликованы материалы заочного круглого стола на тему «Роль спекулянтов на мировом нефтяном рынке». К сожалению, сжатые сроки подготовки данной публикации и ограничения по объему не позволили редакции журнала предоставить слово всем экспертам, выразившим желание принять участие в круглом столе. Между тем проблема устойчивости нефтяного рынка продолжает оставаться весьма актуальной и сегодня. Поэтому мы продолжаем данную тему и публикуем ответы на вопросы круглого стола доктора экономических наук, профессора АНДРЕЯ КОНОПЛЯНИКА.

Ред.: Андрей Александрович, в апреле мировой нефтяной рынок пережил коллапс, в результате которого котировки сорта WTI опустились ниже нулевой отметки. Можно ли расценивать это как абсолютный триумф рынка бумажной нефти, полностью оторвавшегося от реалий рынка физической нефти?

А.К.: Полагаю, это не триумф, оторванный от реалий, а, скорее, наоборот, в данном конкретном случае – отражение жесткой взаимосвязи рынков физической и бумажной нефти, материализуемой в ценовые котировки спекулянтов (игроков рынка бумажной нефти), связанные с их ожиданиями на рынке нефти физической. Эта связь, полагаю, становится более жесткой в условиях нарастания проблем в каком-то из узких мест нефтяной отрасли: будь-то военные конфликты, препятствующие (реально или виртуально, пока не разобрались) торговым потокам через какое-либо «бутылочное горлышко» мировой нефтяной отрасли (проливы и/или каналы). Или ожидание дефицита мощностей по добыче, не поспевающих за неожиданно резко возросшим спросом. Или, как в данном случае, ожидание нехватки мощностей для хранения избытка нефти, поступающего на рынок (из-за того, что спрос резко упал вследствие коронавирусных ограничений мобильности значительной части населения Земли, а сокращение добычи, административное и органическое, за ним не поспевает...).

Ожидания отражают вечное противоборство у любого спекулянта страха и жадности. Нефтяные спекулянты не исключение. Американский рынок нефтяных фьючерсов (NYMEX) – основной по объемам торговли и числу участников, но локальный по мощностям хранения и иным инфраструктурным ограничениям региональный рынок (расположение – Кушинг, Оклахома, в середине страны). Он обеспечивает физическое исполнение фьючерсных контрактов, если при наступлении срока их закрытия не удастся произвести их ролловер. Жадность тянула до последнего, в условиях падающих цен по мере приближения срока закрытия ближайших (майских) фьючерсов, в ожидании, что с пандемией коронавируса будет покончено и спрос восстановится, цены пойдут вверх и можно будет закрыть майские фьючерсы по более высокой цене. И перевешивала страх, что этого может не случиться, пока оставалось время до 21 апреля – даты закрытия майских фьючерсов. Страх, наконец-таки, перевесил жадность. Но произошло это слишком поздно (в виде прозрения), накануне закрытия майских контрактов на WTI, когда времени для маневра не осталось вовсе. То есть пришло (но слишком поздно для многих игроков рынка бумажной нефти) осознание нехватки мощностей по хранению (в Кушинге, Оклахома, к которому привязаны фьючерсные контракты, котируемые на NYMEX) в случае массового сброса фьючерсных контрактов и невозможности провести ролловер (то есть найти покупателей) на ближайший следующий их срок (то есть на июнь). Начался повальный панический сброс майских контрактов («все побежали – и я побежал...»), усугубленный торговыми роботами (программами алгоритмической торговли), который и привел к отрицательным ценам – впервые в истории отрасли.

Повторения «черного понедельника» 20 апреля с его отрицательными ценами не случилось 18 мая – накануне даты закрытия июньских фьючерсов. То есть спекулянты (профессионалы рынка препарируют его поведение до мельчайших возможных и/или допустимых деталей) увидели, что начинается постепенная отмена карантинных ограничений, а значит, замедление падения спроса. На стороне предложения с 1 мая вступили в действие меры по ограничению добычи и экспорта стран ОПЕК+ и присоединившихся к ним (например Норвегия) и проявились результаты. Продекларированы дальнейшие намерения органического снижения добычи в странах, не вводивших централизованные ее ограничения (например США). Апрельское ожидание вероятной нехватки мощностей по хранению в Кушинге в мае в случае невозможности провести ролловер майских фьючерсов в конце апреля сменялось ожиданием вероятной достаточности таких мощностей в июне там же для июньских фьючерсов – и цены в мае, при закрытии июньских контрактов, остались в зоне положительных, хотя и не очень высоких, значений.

Так что наличие проблем на физическом рынке сближает рынки бумажный и физический.

Ред.: Какие факторы, по вашему мнению, сегодня преобладают при определении цены нефти на мировом рынке – спекулятивные или объективно-рыночные? Растет ли роль спекулятивной составляющей в последние годы или, наоборот, уменьшается?

А.К.: Полагаю, они взаимосвязаны. На разных этапах развития нефтяной отрасли (в рамках долгосрочного инвестиционного и/или текущего конъюнктурного цикла) их соотношение меняется. В нефтяной кризис 2008–2009 годов, в основе которого – финансовые проблемы на рынке США, доминировали факторы на стороне спекулятивной составляющей. Ценовые потрясения на нефтяном рынке пришли тогда с мирового финансового рынка (на котором любое поведение США производит эффект слона в посудной лавке). Сначала приток финансовых спекулянтов из ненефтяных секторов мирового рынка капитала разогрел рынок нефтяных финансовых деривативов, что привело к возгонке нефтяных цен. А потом кризис на рынке недвижимости США привел к оттоку финансовых средств с рынка нефтяных деривативов, что привело к обрушению цен. Но поскольку кризиса в балансе спроса-предложения на физическом рынке не наблюдалось (кризис был ценовой – на рынке финансовых деривативов), то цены хоть и упали, но остались в зоне положительных значений.

Сегодняшний нефтяной кризис, как и кризис 2014 года, пришел с рынка физической нефти – в условиях двухсегментной модели мирового нефтяного рынка: взаимосвязанных рынков физической и бумажной нефти.

Сравнивать сегодняшний кризис перепроизводства на рынке физической нефти с ближайшим его аналогом, когда кризис пришел с рынка физического – кризисом 1985 года, нельзя, ибо тогда рынка бумажной нефти не существовало. Он только стал формироваться после



тех кризисных событий, со сменой Саудовской Аравией модели ценообразования на экспортную нефть от кост-плюс к нетбэк в привязке к котировкам нефтепродуктов на NYMEX (они там стали котироваться с начала 1980-х годов). Это и привело к формированию рынка фьючерсной нефтяной торговли, нефтяным финансовым деривативам и полномасштабному рынку бумажной нефти в качестве неотъемлемой составной части мирового финансового рынка.

Кстати, нефтяной ценовой кризис 1998 года также пришел с рынка финансового и явился результатом азиатского финансового кризиса 1997 года.

Ред.: Существуют ли механизмы снижения волатильности мирового нефтяного рынка в средне- и долгосрочной перспективе? И если да, то в чем они могут заключаться?

А.К.: Не вижу таких. Развитие нефтяного рынка по двухсегментной – физический и бумажный рынки – модели (а вслед за ним и региональных газовых, а также формирование глобального газового рынка, объединяющего сетевой газ и СПГ, а теперь также и декарбонизированные газы) ведет, на мой взгляд, к повсеместному повышению волатильности и связанных с ней рисков. И различные механизмы ее снижения (хеджирование и т.п.) лишь переносят эти риски на более поздние (последующие) периоды, то есть минимизируют риски текущих периодов, перекладывая их на участников будущих операций, но не ликвидируют сами риски, связанные с волатильностью, и/или само это явление.

Ред.: Способны ли альянсы стран-производителей нефти, такие как ОПЕК+, кардинальным образом снизить влияние спекулятивного фактора на мировом рынке?

А.К.: Я так не думаю. Ценообразующая роль альянсов производителей, полагаю, утрачена. Период эффективной

картелизации рынка (частичной кооперации избранных производителей) закончен.

До появления двухсегментной модели рынка (после 1985 года) возможность его регулирования существовала у картелей (более жесткая форма организации, чем альянс) низкозатратных производителей. К их числу в период 1928–1969 годов относился Международный нефтяной картель (МНК) с его низкозатратными месторождениями в странах, объединившихся впоследствии в ОПЕК, и с высокозатратными месторождениями традиционной нефти в США, а в период 1973–1985 годов страны ОПЕК. Эти картели могли контролировать рынок через механизмы ценообразования кост-плюс (МНК) или спот-плюс (ОПЕК), а значит, через уровни добычи. Они де-факто привязывали (в полном соответствии с теорией Хотеллинга) цены на свою низкозатратную добычу к маржинальным издержкам (извлекая тем самым и ренту Рикардо, и ренту Хотеллинга), чтобы поддерживать ожидание нехватки предложения – потенциальной (теория пиковой нефти на основе некретического применения кривой Хабберта) или повторяющейся реальной (нефтяное эмбарго в условиях отсутствия или недостаточности демпфирующей подушки безопасности в виде коммерческих запасов).

Эта политика (сдерживание добычи низкозатратных производителей, то есть нацеленность на удержание высокой цены, утрачивая – добровольно отдавая – постепенно рыночную долю) была допустима в период ожидания пика предложения. Ибо гарантировала спрос на более позднем этапе на сдерживаемую сегодня низкозатратную добычу в целях повышения текущих цен. Но только до тех пор, пока не было найдено реальной альтернативы для нефти (жидкого топлива) в ключевых секторах ее потребления (сначала в электроэнергетике, потом в коммунально-бытовом хозяйстве, в самую последнюю очередь – на транспорте...).

После 1985 года ценообразование ушло из рук товаро-производителей (стран-экспортеров) сначала в руки трейдеров (торговцев физическим товаром), а потом на биржу (торговцев нефтяными контрактами, а затем и производными от них финансовыми инструментами).

Видимость влияния производителей в лице Саудовской Аравии (Ное ван Ульст, тогдашний гендиректор Международного энергетического форума в 2011 году заявил: «...когда Саудовская Аравия говорит – рынок слушает...») на уровне цен на рынке существовала в период опережающего роста спроса в нулевых годах и начале прошедшего десятилетия (до 2014 года). Тогда совпала заинтересованность в высоких нефтяных ценах у крупнейшего игрока на рынке нефти физической (КСА) и бумажной (США), у Королевства (высокая цена для балансировки бюджета) и у крупнейших игроков на рынке нефтяных финансовых деривативов (крупнейшие инвестбанки США). Ибо доходы США на рынке бумажной нефти перекрывали в то время расходы страны на импорт нефти физической (по расчетам Центра энергетических исследований ИМЭМО РАН).

Выход на рынок и набор критической массы присутствия на нем огромного числа мелких сланцевых производителей США (которые не подлежат консолидации в той мере, насколько это возможно среди узкой группы национальных и/или государственных крупных/гигантских нефтяных компаний стран-экспортеров) и последующий отказ США от продержавшегося 40 лет запрета на экспорт нефти привели к появлению на открытом рынке иной группы игроков. В основе их бизнеса лежит принципиально другой инвестиционный цикл, нежели при добыче традиционной нефти. И поэтому отсутствуют основания для консолидации с крупнейшими производителями традиционной нефти.

Более того, переход от ожидания пика предложения к ожиданию пика спроса делает контрпродуктивным любое ограничение добычи производителями – из-за риска потерять возможность монетизировать принадлежащие им (по праву ли суверенитета, или на правах пользователя) природные ресурсы в условиях сжимающегося спроса. Пока сжатие спросовой ниши относительно (усиление конкуренции со стороны ВИЭ и роста энергоэффективности). Но у страха глаза велики – все чаще слышатся даже не высказывания, а утверждения (пока со стороны

политиков-популистов разного возраста) о необходимости и абсолютного сжатия, вплоть до призывов к полному отказу от использования органического топлива.

Пандемия коронавируса лишней раз показала, что альянсы производителей не являются спасением от спекулятивных потрясений (см. выше пример «черного понедельника» 20 апреля в США из-за технических проблем на региональном рынке мощностей хранения в Кушинге).

Вспоминается Ямани: «Каменный век закончился не потому, что закончились камни...»

Ред.: В последние годы отмечается снижение влияния политических факторов (нестабильность ситуации во многих нефтедобывающих регионах, санкции и т.д.) на нефтяные котировки. Согласны ли вы с тем, что такое явление имеет место? И если да, то чем это можно объяснить?

А.К.: Работает эффект диверсификации, причем в многовекторном исполнении: нарастает множественность поставщиков, потребителей, направлений и возможностей поставок, разветвленность инфраструктуры на всех стадиях производственно-сбытовой нефтяной цепочки (цепочки создания стоимости). Вспомним У. Черчилля (1911 год): «Безопасность в нефтяных поставках заключается в их диверсификации». То же происходит и в газе, только с лагом запаздывания относительно нефти.

Ред.: В мире бурно развиваются технологии торговых роботов, определяющих, в том числе, котировки на мировом нефтяном рынке. Будет ли развитие искусственного интеллекта способствовать снижению волатильности нефтяных рынков? Или же, наоборот, умные роботы будут играть на стороне спекулянтов, раскачивая рынок?

А.К.: Искусственный интеллект, как и торговые роботы, не более чем инструмент. Все зависит от того, в чьи руки этот инструмент попадет. В период работы над законодательством о СРП, в 1990-е годы, мой коллега и соавтор М. А. Субботин любил повторять: «Ножик – он не виноват. Им можно и хлеб порезать, но можно и человека убить. Но ножик – он не виноват». Как в свое время был не виноват (хотя был изрядно наказан – вырван язык и сослан в Сибирь) новгородский вечевого колокол... 🗡

Оценки, прогнозы
и рекомендации
топ-менеджеров
нефтегазовых компаний

www.ngv.ru