

Финансовый рынок – драйвер роста нефтедобычи в США

С.В. ЖУКОВ, доктор экономических наук. E-mail: zhukov@imemo.ru

С.А. ЗОЛИНА, Центр энергетических исследований
Национального исследовательского института мировой экономики
и международных отношений имени Е. М. Примакова
Российской академии наук, Москва. E-mail: zolina@imemo.ru

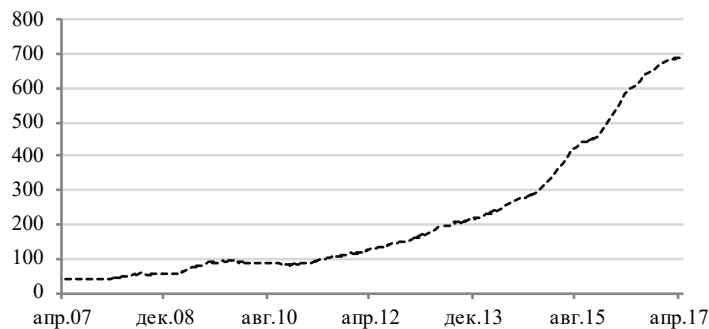
За последние девять лет сектор трудноизвлекаемой нефти в США прошел через несколько ценовых циклов. Крутой рост цен в 2008–2014 гг. сменился их быстрым и ощутимым снижением в июле 2014 г.– феврале 2016 г., а затем медленным восстановлением. Цель настоящей статьи – продемонстрировать, что американские нефтегазовые компании получали существенную поддержку со стороны финансовых рынков во всех циклах ценовой конъюнктуры, причем особенно благоприятно эта поддержка сказалась на добыче трудноизвлекаемой нефти.

Ключевые слова: сланцевая революция; США; трудноизвлекаемая нефть; финансовые рынки; хеджирование; кредитование; долг

В период высоких цен на нефть в 2005–2014 гг. (исключая непродолжительный их обвал в августе–декабре 2008 г.) развитые финансовые рынки, в том числе рынки деривативов, выступили в роли финансового рычага американской «сланцевой революции». Это позволило сектору трудноизвлекаемой нефти привлечь значительные финансовые ресурсы, что дополнительно стимулировалось низкой ценой денег в условиях проводимой Федеральной резервной системой политики поддержания процентной ставки на пониженном уровне [1]. Каналы поддержки нефтегазовых компаний со стороны финансового сектора универсальны, однако финансовые рычаги особенно сильно повлияли на добычу именно неконвенциональных углеводородов. Благодаря поддержке финансовых рынков в период благоприятной ценовой конъюнктуры в 2010–2014 гг. капитальные вложения компаний в сектор неконвенциональной нефти в США выросли в 6,4 раза, до 66,5 млрд долл. [2].

Одним из важнейших следствий массового притока финансовых ресурсов в сектор стало существенное снижение издержек нефтедобычи. Стимулируемые инвестициями технологические новации обеспечили рост добычи нефти из новых скважин

в расчете на одну буровую установку (рис. 1), что, благодаря эффекту экономии от масштаба, снизило удельные издержки и повысило операционную выручку. В свою очередь это позволило расширить число пробуриваемых скважин, причем банки охотно увеличивали кредитование нефтегазовых компаний, тем самым стимулируя буровую активность.



Источник рис. 1–2: по данным Администрации энергетической информации США.

Рис. 1. Добыча трудноизвлекаемой нефти в США из новых скважин в расчете на одну буровую установку, апрель 2007–2017 гг., барр./день

Этот расширяющийся «благодатный круг» развития оказался под ударом в результате сильного негативного ценового шока. Однако связка «финансовый сектор – нефтегазовые компании» оказалась вполне жизнеспособной.

Поддержка нефтяных компаний в период низкой цены на нефть

После обвала цен на нефть в середине 2014 г. и их затянувшейся стабилизации на пониженном уровне одним из ключевых факторов поддержания устойчивости сектора неконвенциональных углеводородов в США стали операции по хеджированию ценового риска. В результате добыча сырой нефти в США не опускалась ниже уровня июня 2014 г. (рис. 2). Кроме того, снижение добычи трудноизвлекаемой нефти в США началось с лагом в шесть месяцев по сравнению с резким обвалом нефтяных котировок.

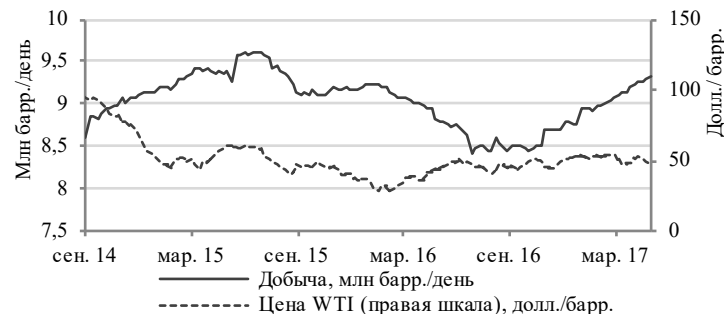
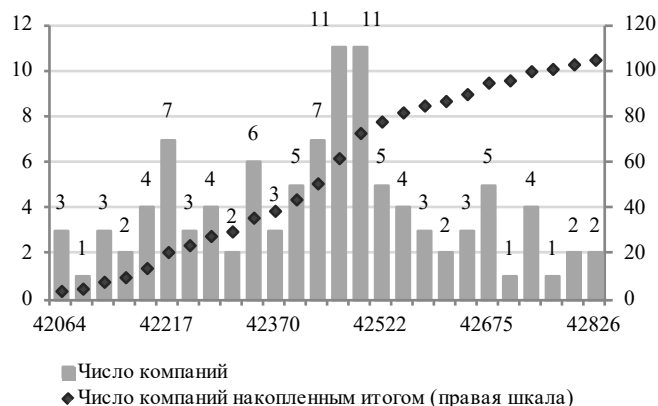


Рис. 2. Понедельная динамика добычи сырой нефти в США в период понижательного ценового цикла (сентябрь 2014–март 2017 гг.)

О высокой устойчивости добычи трудноизвлекаемой нефти в США в условиях снижения нефтяных цен свидетельствует отсутствие массовых банкротств в секторе, чему немало способствовала поддержка финансовых рынков. По данным юридической компании *Haynes and Boone*, в 2015–2016 гг. в США потерпели банкротство 96 компаний в секторе геологоразведки и добычи, в январе–апреле 2017 г. – еще девять компаний. При этом пик банкротств пришелся на апрель–май 2016 г., что может быть связано со значительным ухудшением финансовых показателей и ужесточением условий кредитования американских нефтегазовых компаний в ходе пересмотра лимитов по кредитным линиям весной 2016 г. (рис. 3).

Объем накопленной задолженности объявивших дефолт в 2015–2017 гг. американских компаний в секторе геологоразведки и добычи составил 78,2 млрд долл. [3]. Учитывая высокую степень неоднородности компаний в секторе трудноизвлекаемой нефти в США, можно предположить, что банкротства затронули в первую очередь не высокоэффективные компании, нацеленные на постоянное сокращение издержек и использующие стратегию хеджирования от ценового риска, а скорее мелкие, ориентированные исключительно на получение денежного потока, достаточного для обеспечения их текущей операционной деятельности.

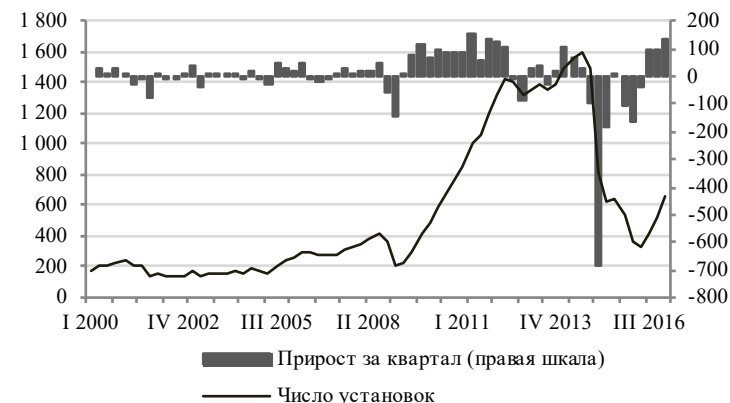


Источник: [4].

Рис. 3. Динамика числа объявивших о банкротстве американских нефтегазовых компаний в марте 2015 г. – апреле 2017 г., ед.

Финансовые катализаторы увеличения нефтедобычи в период восстановления цены на нефть

В ответ на постепенное восстановление нефтяных котировок после достижения в декабре 2016 г. соглашения между ОПЕК и не входящими в эту организацию странами об ограничении нефтедобычи буровая активность в США значительно повысилась. На конец марта число активных нефтяных буровых установок в СШАросло 11-ю неделю подряд, что в квартальном исчислении привело к наибольшему приросту со второго квартала 2011 г. (рис. 4). При этом цена WTI во втором квартале 2011 г. выросла на 10% к первому кварталу года (103 долл./барр.), в то время как в первом квартале 2017 г. она увеличилась на 5%, а по абсолютным значениям была в два раза ниже – 51,7 долл./барр. Для игроков финансового и нефтяного рынка принципиальны не абсолютные уровни цены, а направления ее движения.



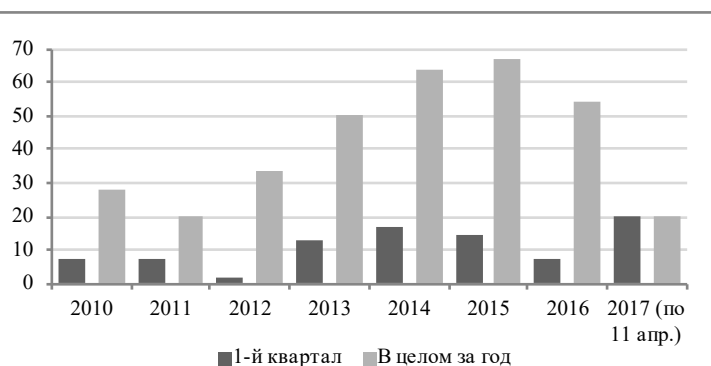
Источник: данные Baker Hughes.

Рис. 4. Динамика числа активных нефтяных буровых установок в США в 2000–2016 гг.

Постепенное восстановление нефтяных котировок, с одной стороны, стимулирует нефтегазовых производителей наращивать капитальные затраты для повышения буровой активности. По оценкам IHS Markit, в 2017 г. североамериканские нефтегазовые компании планируют увеличить капитальные затраты в секторе upstream по сравнению с 2016 г. на 25% [5]. С другой стороны, это подогревает интерес инвесторов к сектору трудноизвлекаемой нефти в США и открывает дополнительные возможности для сланцевых производителей по привлечению средств на финансовом рынке.

Несмотря на более низкий абсолютный уровень цены на нефть, в период восстановления нефтяных котировок после обвала гибкий и устойчивый сектор неконвенциональных углеводородов упрочил свою привлекательность для инвесторов, и финансовый рынок с новой силой включил имеющиеся в его распоряжении рычаги для поддержания нефтедобычи.

Активизация банковского кредитования и рекордный объем прямых инвестиций. По данным Thomson Reuters, в первом квартале 2017 г. производители нефти и газа в США смогли привлечь 19,8 млрд долл. прямых инвестиций, что в 2,8 раза превышает аналогичный показатель за первый квартал 2016 г. и является рекордным уровнем с 2010 г. (рис. 5).



Источник: [6].

Рис. 5. Динамика прямых инвестиций в энергетический сектор США в 2010–2017 гг., млрд долл.

Информация Bloomberg показывает, что в первом квартале 2017 г. высокозакредитованные американские энергетические компании смогли привлечь 26,8 млрд долл. кредитов, что на 86% больше, чем в первом квартале 2016 г. Кроме того, крупнейшие американские банки по итогам первого квартала 2017 г. заявили, что рост нефтяных котировок позволил дополнительно высвободить 370 млн долл., которые в период низкой ценовой конъюнктуры служили для создания резервов на возможные потери по ссудам [7]: у JP Morgan резервы в первом квартале 2017 г. составили минус 93 млн долл. (в первом квартале 2016 г. – 713 млн долл.), у Citigroup Inc. – минус 77 млн долл. (233 млн долл.), у Wells Fargo & Co – минус 200 млн долл. в первом квартале 2017 г. Снижение резервов на возможные потери по ссудам может косвенно свидетельствовать об улучшении финансового состояния нефтегазовых компаний.

Отдельно стоит отметить в целом позитивные ожидания игроков рынка нефти по поводу пересмотра банками лимитов по кредитным линиям нефтегазовых компаний весной 2017 г. Особенностью «кредитования под запасы» (reserve-based lending) является то, что обеспечением по кредиту выступают запасы, которыми обладает сырьевая компания. При этом базой кредитования – максимальной суммой, которую банк готов предоставить заемщику – выступает приведенная стоимость

доказанных запасов углеводородов (показатель PV-10 – сумма будущих чистых денежных потоков компании, дисконтированных по ставке 10%). При этом для расчета выручки от продажи углеводородов банки используют свои прогнозы движения цен. Обычно они готовы предоставить кредит в размере примерно 60% рассчитанной ими базы кредитования, а пересмотр лимитов по кредитным линиям в связи с изменением ценовой конъюнктуры проводится, как правило, дважды в год – весной и осенью [8]. По данным юридической компании Haynes and Boone, весной 2017 г. лишь 24% опрошенных ожидали сокращения базы кредитования для нефтегазовых компаний (для сравнения: в ходе пересмотра лимитов по кредитным линиям осенью 2016 г. – 41%), а 89% респондентов предполагали, что бюджет капитальных затрат компаний на геологоразведку и добычу в 2017 г. вырастет по сравнению с 2016 г., при этом две трети ответили, что он вырастет значительно – на 20% и более [9]. Результаты опроса подтвердил рост базы кредитования компаний Oasis Petroleum, WildHorse Resource Development, Concho Resources, Carrizo Oil & Gas и Swift Energy, которые уже прошли весенний пересмотр лимитов по кредитным линиям (табл. 1).

Таблица 1. Результаты весеннего пересмотра лимитов по кредитным линиям для некоторых американских добывающих компаний в 2017 г.

Компания	База кредитования, млн долл.		Прирост, %
	до переоценки	после переоценки	
Oasis Petroleum	1150	1600	39
WildHorse Resource Development	363	450	24
Concho Resources	2800	3000	7
Carrizo Oil & Gas	600	900	50
Swift Energy	250	330	32
Eclipse	125	175	40
Vine Resources	250	350	40
Jagged Peak Energy	160	180	13
WPX Energy	1025	1200	17
Halcon Resources	600	650	8

Источник: [10].

На рекордных исторических уровнях находится активность по слияниям и поглощениям. О росте интереса инвесто-

ров к американскому сектору неконвенциональных углеводородов свидетельствует тот факт, что на максимальных исторических уровнях по итогам первого квартала 2017 г. находилась активность нефтегазовых компаний в США по слияниям и поглощениям (табл. 2). В первом квартале 2017 г. в США были объявлены 53 такие сделки в энергетическом секторе; их совокупная стоимость составила 73 млрд долл., что на 160% превысило аналогичный показатель за первый квартал 2016 г.

Таблица 2. Объем сделок по слияниям и поглощениям на наземных месторождениях в США в 2014-2017 гг., млрд долл.

Компания	2014	2015	2016	I кв. 2017
Bakken	9	1	2	
Eagle Ford	8	1	3	
Permian Midland	15	4	9	
Permian Delaware	0	3	18	
Другие	48	22	34	
Всего				73

Источник: [11].

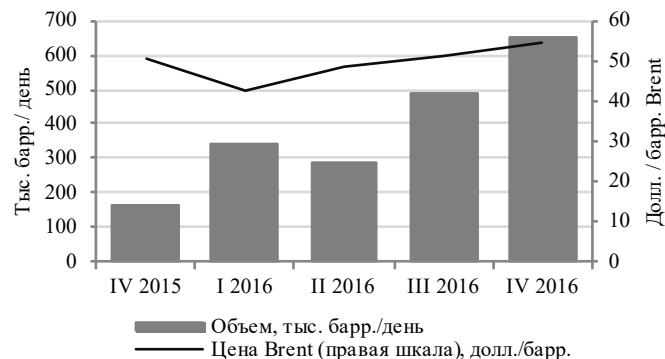
При этом в секторе неконвенциональных углеводородов в первом квартале 2017 г. объявлены 28 сделок общим объемом 24,62 млрд долл. Абсолютным лидером среди сланцевых формаций по объему таких сделок в первом квартале стал плей Permian – 20 сделок стоимостью 21,36 млрд долл. [12]. Стоит отметить, что интерес инвесторов сдвигается в сторону части формации Permian Delaware, которая до настоящего времени находилась в значительной мере в режиме тестовой разработки и обладает большим потенциалом наращивания добычи.

Притом, что нефтяной сектор по своей природе является высокопроциклическим, финансовый рынок в целом повышает имманентную волатильность этого сектора. При предоставлении кредитов банки ориентируются не на доходность нефтяных компаний, добывающих трудноизвлекаемую нефть, а на объемы ее добычи. Соответственно, проциклическими являются и все индикаторы, отражающие приток финансовых ресурсов в добычу неконвенциональных углеводородов. Так, снижение цен на нефть в мае–июне 2017 г. немедленно привело к спаду активности по слияниям и поглощениям [13]. Несомненно, что пересыхание перетока ресурсов от финансового сектора

к нефтяным компаниям будет продолжаться по всем каналам. Однако по мере восстановления повышательной ценовой тенденции банки немедленно возобновят финансирование нефтяных компаний.

Расширение операций по хеджированию ценового риска, несмотря на снижение финансового результата от хеджирования. Практика хеджирования ценового риска с помощью производных финансовых инструментов является важнейшим механизмом для обеспечения надежного функционирования сырьевой компании в условиях ценовых колебаний. При хеджировании продавцы и покупатели риска ориентируются на цены фьючерсных контрактов, при этом при снижении фактической цены операции по хеджированию дают нефтегазовым компаниям возможность продавать добытые углеводороды по цене выше текущих котировок. Развитый финансовый рынок и хеджирование ценового риска обеспечили значительную устойчивость сектора трудноизвлекаемой нефти к снижению цен на нефть. Гарантированный сбыт нефти по сравнительно высокой цене повысил их устойчивость и одновременно сделал привлекательными партнерами для игроков финансового рынка, включая банки.

В четвертом квартале 2016 г. контрольная группа нефтегазовых компаний, большая часть которых вовлечены в американский сектор трудноизвлекаемой нефти, нарастила, по оценкам Wood Mackenzie, объем хеджирования до максимального по сравнению с четырьмя предыдущими кварталами уровня. Так, в октябре–декабре 2016 г. 33 компании в секторе геологоразведки и добычи увеличили объем захеджированной добычи на 648 тыс. барр. в день, что на треть превышает аналогичный показатель за третий квартал года (рис. 6). Значительный прирост объема новых нефтяных хеджей в октябре–декабре 2016 г. связан с возможностью компаний захеджировать будущую нефтедобычу по цене выше 50 долл./барр. после достижения в ноябре–декабре 2016 г. соглашения стран ОПЕК и ряда не входящих в ОПЕК государств о сокращении нефтедобычи. В целом на конец марта 2017 г. контрольная группа захеджировала 26% ожидаемой в 2017 г. нефтедобычи (за аналогичный период 2016 г. – 24%, 2015 г. – 23%) [14].

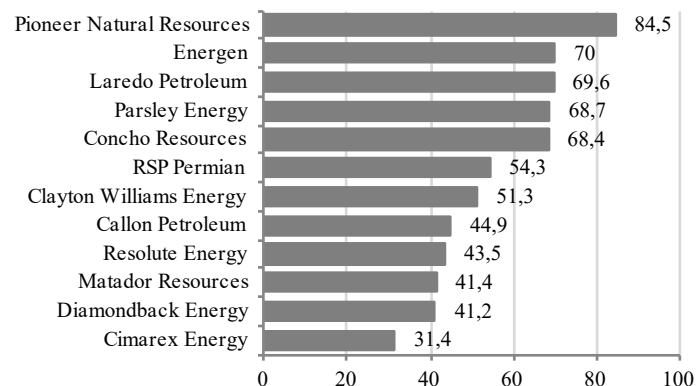


Источник: [14].

Рис. 6. Объем и средняя цена новых хеджей на добычу нефти в четвертом квартале 2015 г. и 2016 г. по 33 компаниям в секторе upstream, использующим активную стратегию хеджирования

По менее радужным данным IHS Markit, на конец апреля 52 североамериканские добывающие компании защитили от ценового риска 16% ожидаемой в 2017 г. нефтедобычи по средней цене 52,24 долл./барр. Кроме того, по оценкам компании, сужающийся спред между ценой хеджирования и рыночной приводит к значительному сокращению выручки от хеджирования ценового риска: по предварительным оценкам, по контрольной группе компаний она составила в 2016 г. 8 млрд долл., что наполовину меньше, чем в 2015 г., а в 2017 г. этот показатель может снизиться еще до 500 млн долл. [15].

Стоит отметить, что стратегию хеджирования ценового риска активно используют компании, разрабатывающие наиболее устойчивую к снижению нефтяных котировок сланцевую формацию, которая обладает значительным потенциалом наращивания нефтедобычи. По данным Bloomberg Intelligence, 12 американских нефтегазовых компаний, разрабатывающих сланцевую формацию Permian, уже захеджировали 64% ожидаемой в 2017 г. нефтедобычи по средней цене 49,43 долл./барр. (рис. 7). Лидер – компания Pioneer Natural Resources, которая захеджировала 85% ожидаемой в текущем году нефтедобычи.



Источник: [16].

Рис. 7. Доля захеджированной ожидаемой добычи нефти в 2017 г.,%

Таким образом, благодаря тесной связке добывающих компаний с финансовыми рынками, сектор трудноизвлекаемой нефти в США относительно спокойно перенес снижение нефтяных котировок, избежав массовых банкротств. В период же постепенного восстановления цен на нефть интерес инвесторов к американскому сектору неконвенциональных углеводородов повысился. Открытым остается вопрос, каким образом ожидаемый возврат ФРС США к конвенциональной монетарной политике и рост процентной ставки повлияют на взаимодействие компаний и финансового рынка? Несмотря на повышенную неопределенность, высоковероятно, что гибкие и адаптивные финансовые рынки останутся одним из важнейших драйверов «сланцевой революции».

За прошедшее десятилетие банки и другие финансовые институты детально изучили такой специфичный актив, как неконвенциональные запасы углеводородов, и хорошо осознают его перспективность. Привлекательность работы с этим активом дополнительно возрастает в результате последовательного снятия нынешней американской администрацией экологических ограничений на развитие ископаемых топлив, включая решение выйти из Парижского соглашения по климату, а также нарастающих возможностей экспорта нефтепродуктов и сырой нефти из США.

Литература

1. Жуков С.В., Золина С.А. США: финансовые рынки и развитие сектора неконвенциональной нефти// Мировая экономика и международные отношения.– 2016.– Т. 60.– № 11.– С. 14–24.
2. Carbon Tracker. From Capex Growth to Capital Discipline? – Cost, Risk, and Return Trends in the Upstream Oil Industry.– 2014.– 8 May.
3. Haynes and Boone, LLP. Oil Patch Bankruptcy Monitor.– 2017.–27 April.
4. Haynes and Boone, LLP. Oil Patch Bankruptcy Monitor.– 2017. – 20 February.
5. Meyer J. Making ends meet: How the oil industry is cutting costs to make up for lower prices. URL: <http://blog.ihc.com/making-ends-meet-how-the-oil-industry-is-cutting-costs-to-make-up-for-lower-prices> (дата обращения: 20.06.2017).
6. Reuters Graphics. Private equity investment in U.S. energy. URL: <http://fingfx.thomsonreuters.com/gfx/rngs/USA-SHALE-FUNDING/010040ML1DV/index.html> (дата обращения: 31.05.2017).
7. Private equity investment in U.S. energy. URL: <http://fingfx.thomsonreuters.com/gfx/rngs/USA-SHALE-FUNDING/010040ML1DV/index.html> (дата обращения: 20.06.2017).
8. Dai S. Borrowing Base Redetermination 101. URL: <https://blogs.wsj.com/privateequity/2015/09/29/borrowing-base-redetermination-101/> (дата обращения: 31.05.2017).
9. Haynes and Boone, LLP. Borrowing Base Redeterminations Survey: Spring 2017.– 2017.– 4 April.
10. Adams M. Improved outlook as redeterminations trend upward. URL: <http://www.ogj.com/articles/print/volume-14/issue-6/departments/second-thoughts/improved-outlook-as-redeterminations-trend-upward.html> (дата обращения: 20.06.2017).
11. Zhu Y. Navigating the frenzy: 4 ways the Permian is leading US upstream M&A. URL: <https://www.mckinseyenergyinsights.com/insights/navigating-the-frenzy-4-ways-the-permian-is-leading-us-upstream-ma/> (дата обращения: 20.06.2017).
12. PwC reports record-high US oil, gas M&A deal value for first quarter. URL: <http://www.ogj.com/articles/2017/04/pwc-reports-record-high-us-oil-gas-m-a-deal-value-for-first-quarter.html> (дата обращения: 20.06.2017).
13. Tognin G. Shale Patch M&A Frenzy Cools as Oil Price Gets Stuck Below \$45. URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-06-20/shale-patch-m-a-frenzy-cools-as-oil-price-gets-stuck-below-45>
14. Surge in oil hedging could worsen US supply glut. URL: <https://www.woodmac.com/media-centre/12534627> (дата обращения: 20.06.2017).
15. North American E&P companies wager big, hedging 24% of 2017 production. URL: <http://www.worldoil.com/news/2017/1/10/north-american-ep-companies-wager-big-hedging-24-of-2017-production> (дата обращения: 20.06.2017).
16. Denning L. For Oil's Future, Peer Through the Hedges. URL: <https://www.bloomberg.com/gadfly/articles/2017-04-13/for-oil-s-future-peer-through-the-hedges> (дата обращения: 20.06.2017).