

## **Анализ инвестиционного поведения нефтегазовых компаний в условиях экономического кризиса**

*Виталий Протасов, младший эксперт департамента энергетики*

В настоящее время наиболее важной задачей правительств всех стран мира является противодействие экономическому кризису. Для этого необходимо понимать механизмы влияния кризиса. В противном случае осуществление эффективной государственной политики для нивелирования последствий кризиса представляется невозможным. Наличие отраслевой специфики обуславливает важность изучения механизмов влияния кризиса на каждую отрасль в отдельности. В первую очередь необходимо проанализировать ключевую для России нефтегазовую отрасль, обеспечившую в 2008 г. около 20% ВВП и 60% экспорта страны.<sup>1</sup> При этом особое значение имеет анализ инвестиций, так как их недостаточный уровень в период кризиса сложно компенсировать в будущем в силу длительного срока реализации проектов в отрасли.<sup>2</sup> Падение уровня инвестиций может привести к дефициту нефти и газа в среднесрочной перспективе.<sup>3</sup>

Поэтому цель настоящего исследования – определить механизм влияния экономического кризиса на инвестиции нефтегазовых компаний в мире. Для достижения цели:

- выявлены факторы, влияющие на инвестиции компаний отрасли;
- проанализировано воздействие найденных факторов на уровень и структуру инвестиций;
- изучены особенности инвестиционного цикла каждой компании;
- найдены закономерности в инвестиционном поведении;
- проведена кластеризация компаний.

Всего рассмотрено более 60 компаний. Для учета влияния кризиса использовались инвестиционные планы компаний, так как они являются наиболее точным показателем отражающим динамику инвестиций в отсутствие фактических данных по итогам 2009 г.

В исследовании выделено четыре основные группы факторов, которые влияют на инвестиционную политику компаний нефтяной отрасли:

- финансовые возможности;
- инвестиционные возможности;
- долгосрочные перспективы и стратегия компании;
- инерционность инвестиций.

Экономический кризис привел к падению цен на нефть и газ, что уменьшило рентабельность инвестиционных проектов, вывело часть из них за границы окупаемости. Финансовый кризис и падение цен на нефть ограничило возможность использования собственных (из-за снижения операционного дохода и прибыли, сложности проведения дополнительной эмиссии акций) и заемных средств (из-за увеличения стоимости кредита и уменьшению объемов доступных кредитных ресурсов). Снижение потребления углеводородов также ведет к уменьшению инвестиций.

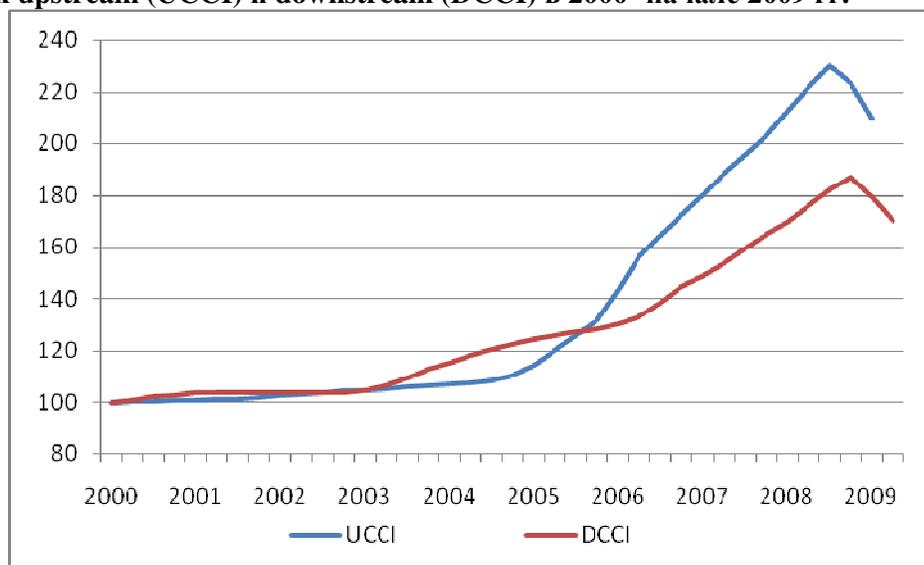
На финансовые возможности нефтяных компаний существенное влияние оказывает государственная политика. Правительства ряда стран снижают налоговую нагрузку (Канада, Россия), но страны с большим дефицитом бюджета (Венесуэла, Иран) склонны

покрывать его за счет средств национальных нефтяных компаний, что ограничивает их инвестиционные возможности.

В мировой нефтегазовой отрасли существуют *инвестиционные ограничения*, которые обуславливаются как естественными причинами (геологическими - истощением запасов сырья, нехваткой разведанных месторождений), так и искусственными (институциональными – ограничения для иностранных инвесторов на вложения в активы определенной страны). При снятии части институциональных ограничений в условиях экономического кризиса может возникнуть *эффект отложенных инвестиций*, то есть увеличения инвестиционной программы для вложений в проекты, которые ранее не были доступны.

Снижение стоимости инвестиционных проектов (из-за падения цен на металлы, оборудования, услуги подрядчиков) позитивно влияет на объем реальных инвестиций. Индекс стоимости капитальных издержек в секторе разведки и разработки и секторе переработки к концу I квартала 2009 г. упали по сравнению с III кварталом 2008 г. соответственно на 8,5% и 14% (Рисунок 1).<sup>4</sup> Компании, чьи инвестиционные расходы номинированы в национальной валюте, могут их наращивать благодаря удешевлению валют развивающихся стран относительно доллара.

**Рисунок 1. Индексы стоимости капитальных вложений в нефтегазовые проекты в секторах upstream (UCCI) и downstream (DCCI) в 2000- начале 2009 гг.**



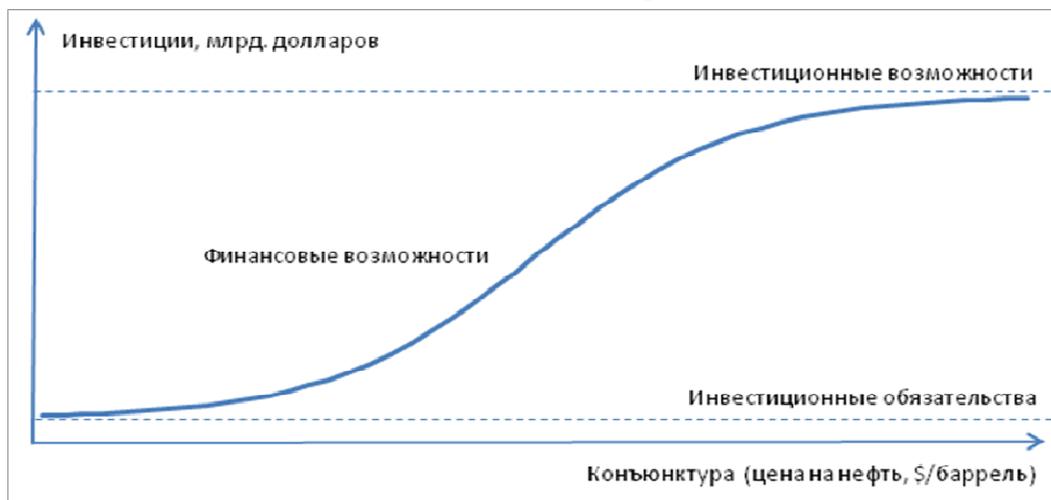
Важным свойством инвестирования в нефтяную отрасль является ее инерционность, которая обусловлена: длительным сроком реализации проектов при высокой специфичности инвестиций, лицензионными требованиями, а также геологическими и технологическими особенностями реализации проектов по добыче углеводородов. В результате у каждой компании на определенный момент времени существуют *инвестиционные обязательства*, то есть минимальный уровень инвестиций, которые компания должна обеспечить для продолжения своего нормального функционирования или во избежание потерь. Например, у компании British Petroleum (BP) отношение обязательств по инвестициям к инвестиционному плану в 2009 г. составляет 82%, то есть инвестиционные обязательства являются для нее важнейшим показателем

при определении инвестиций, особенно, в условиях кризиса (в докризисный период отношение составляло 25-60%).<sup>5</sup>

Согласно некоторым исследованиям секторальные, а не общеэкономические шоки обуславливают около 80% колебаний основных показателей (инвестиций, выпуска, занятости) в отраслях.<sup>6</sup> При этом если отрасль инерционна и существенно зависит от факторов, не подверженных влиянию экономических циклов (природных или технологических), то влияние экономических циклов (в том числе их кризисной стадии) будет сглаживаться.<sup>7</sup> Также значимым *контрциклическим фактором* для отрасли может являться наличие в ней инвестиционных ограничений. Исходя из вышесказанного, можно предположить, что для нефтегазового сектора по сравнению с большинством других отраслей влияние экономического кризиса будет сглажено и будет в большей степени зависеть от процессов внутри сектора и инвестиционного цикла компаний. Это обуславливает использование для анализа модели, учитывающей отраслевую специфику.

Анализ факторов и их воздействия на инвестиции позволил сконструировать Модель инвестиционного поведения нефтегазовых компаний (может применяться и для других отраслей со схожей спецификой), в соответствии с которой выбор уровня инвестиций делается в соответствии с ее индивидуальной S-образной кривой (Рисунок 2), которая располагается в осях цена нефти – инвестиции. Нижний уровень, к которому стремится кривая, определяется размером инвестиционных обязательств компании, а верхний – инвестиционными ограничениями для нее. Наклон и изгиб кривой зависят от финансовых возможностей и стратегии компании.

**Рисунок 2. Модель инвестиционного поведения нефтегазовых компаний**



Экономический кризис неоднозначно может влиять на инвестиции нефтегазовых компаний. Из-за падения цен на нефть разработка части месторождений с высокой себестоимостью (нефтяные пески, глубоководные скважины) становится нерентабельна, что сдвигает вниз границу инвестиционных возможностей. Но кризис стимулирует часть стран с крупными запасами углеводородов снимать инвестиционные ограничения на иностранные инвестиции, что, напротив, сдвигает линию инвестиционных возможностей вверх.

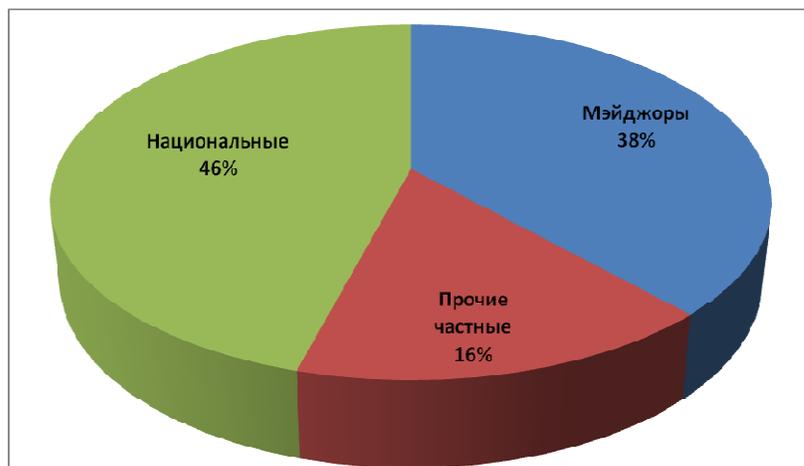
В силу уменьшения стоимости реализации инвестиционных проектов линия инвестиционных обязательств опускается вниз.

Высокие цены на нефть в докризисный период позволили нефтяным компаниям накопить значительные финансовые ресурсы, что увеличило их финансовые возможности. С другой стороны, экономический кризис сократил возможности финансирования за счет собственных и заемных средств. Значительное и неоднозначное влияние на финансовые возможности компаний оказывает государство.

Таким образом, исходя из теоретических предпосылок, нельзя определить общую тенденцию к изменению инвестиций отрасли в условиях текущего кризиса: необходим глубокий анализ фактических данных и выделение кластеров рассмотренных компаний.

**Рисунок 3. Изменение структуры инвестиций в нефтяной отрасли по типу компаний в 2009 г.**

**2008**



**2009**



В ходе анализа выявлено, что номинальный объем долларовых инвестиций нефтегазовых компаний в 2009 по сравнению с 2008 упал на 5,5%. С учетом падения инвестиционных расходов примерно на 10% в 2009 реальный объем инвестиций в отрасль в целом вырос.<sup>8</sup> При этом у нефтяных компаний реальные инвестиции в среднем растут, а у газовых – падают. Номинальные инвестиции российских компаний в рублях уменьшились на 3,4%, в долларах – на 25,2%.

Выявлено три кластера нефтяных компаний по их инвестиционному поведению: мэйджоры (стабильность), национальные нефтяные (быстрый рост) и прочие частные компании (быстрое падение) (для каждого из кластеров существует свой типичный вид кривой инвестиционного поведения).

Таким образом, кризис привел к изменению структуры инвестиций по типу компаний, что в свою очередь с определенным лагом вызовет изменение структуры добычи нефти: доля добычи нефти в мире национальными компаниями существенно вырастет, а частными уменьшится. В целом, уровень инвестиций для мэйджоров и национальных компаний в большей степени зависит соответственно от внутреннего инвестиционного цикла и государственной политики. В то время как для прочих частных компаний более значимое влияние оказывает внешняя конъюнктура. Номинальные инвестиции нефтегазовых компаний снизились в условиях кризиса, но реальные инвестиции при этом выросли. Инвестиции нефтяных компаний перераспределяются из секторов разведки и переработки в сектор разработку месторождений.

---

<sup>1</sup> Институт энергетической стратегии, Проект Энергетической Стратегии России до 2030 г., Москва, 2008.

<sup>2</sup> М. Белова., В. Протасов., Пережившие кризис становятся эффективнее // Мировая энергетика, №1 (60), 2009.

<sup>3</sup> International Energy Agency, World Energy Outlook 2009.

<sup>4</sup> CERA, Capital Costs Analysis Forum-Upstream: May 2009 Costs Market Review, 2009.

<sup>5</sup> British Petroleum, Annual report and accounts 2008, 2009.

<sup>6</sup> Long J., Plosser C., Sectoral vs. aggregate shocks in the business cycle // American Economic Review, 77(2), 1987, pp. 333–336.

<sup>7</sup> Кондратьев Н.Д., Большие циклы экономической конъюнктуры и теория предвидения. Избранные труды. М.: Экономика, 2002.

<sup>8</sup> В. Протасов, Кому при кризисе жить хорошо? // Нефть России, №11 (176), 2009.