



НАЦИОНАЛЬНЫЙ БАНК КАЗАХСТАНА

Анализ источников финансирования нефтегазовых проектов на примере группы стран

**Аналитическая записка
Департамент платежного баланса и валютного
регулирования**

Май 2019

Құратова Ақбөпе

Экономические исследования и аналитические записки Национального Банка Республики Казахстан (далее – НБРК) предназначены для распространения результатов исследований НБРК, а также других научно-исследовательских работ сотрудников НБРК. Экономические исследования распространяются для стимулирования дискуссий. Мнения, высказанные в документе, выражают личную позицию автора и могут не совпадать с официальной позицией НБРК.

Аналитическая записка
Май 2019 года

Анализ источников финансирования нефтегазовых проектов на примере группы стран

Куратова Ақбөпе¹

Аннотация

Нефтегазовые проекты крайне затратные и требуют наличия технологий, человеческого капитала и материальной базы. В Казахстане нефтегазовая отрасль является одной из основных отраслей экономики и оказывает существенное влияние на потоки внешнеэкономической деятельности. В свою очередь, структура фондирования крупных инвестиционных проектов в сырьевом секторе также является одним из определяющих факторов состояния текущего счета стран, экспортирующих главным образом нефть и газовый конденсат. В данной статье анализируются источники финансирования нефтегазовых проектов стран схожих по структуре торгуемого сектора и влияние данной структуры на динамику текущего счета в разных фазах цикла нефтяных цен.

¹ Куратова Ақбөпе – ведущий специалист, Управление экономического анализа, Департамент платежного баланса и валютного регулирования, Национальный Банк Республики Казахстан.
E-mail: Акбөпе.Kuratova@nationalbank.kz

Нефтегазовый комплекс является капиталоемкой отраслью, которая требует значительных инвестиций как в секторе разведки и добычи, так и переработки. Нефтегазовые проекты имеют длительные сроки реализации, окупаемости и высокую степень риска. В этой связи важно определить наиболее выгодные источники финансирования проектов и их рациональное сочетание. Таким образом, проблема выбора источника финансирования является актуальной на сегодняшний день для капиталоемких и фондоемких отраслей. В различных странах характер финансирования проектов схожего типа различается в зависимости от материальной базы, человеческого капитала, географической позиции, технологий и институциональной среды. Выбор источников фондирования крупных инвестиционных проектов в сырьевом секторе также является одним из определяющих факторов состояния текущего счета стран, экспортирующих главным образом нефть и газовый конденсат (*графики 1-5, приложение 1*).

В мировой практике существуют различные варианты схем финансирования нефтяных месторождений: внутренние источники, долговые инструменты, прямые иностранные инвестиции и альтернативные варианты.

Казахстан

На этапе запуска нефтегазовых проектов инфраструктура страны была не развитой, отсутствовала возможность финансирования проектов собственными средствами. Ввиду отсутствия возможности казахстанских компаний заимствовать на внешних рынках, единственным возможным способом финансирования были прямые иностранные инвестиции. К крупным нефтегазовым проектам с участием иностранного капитала в Казахстане относятся²:

- Тенгиз (*Тенгизшевройл*), доля иностранных инвесторов – 80% (*в Проект будущего расширения Тенгиза к 2023 году инвестиции составляют 38 млрд. долл. США*);
- Карачаганак (*Карачаганак Петролиум Оперейтинг Б.В.*) доля иностранных инвесторов 90% (*Планом будущего освоения предусматривается инвестиции в размере 1,5 млрд. долл. США к 2020 году*);
- Кашаган (*Северо-Каспийский проект*) доля иностранных инвесторов – 83%.

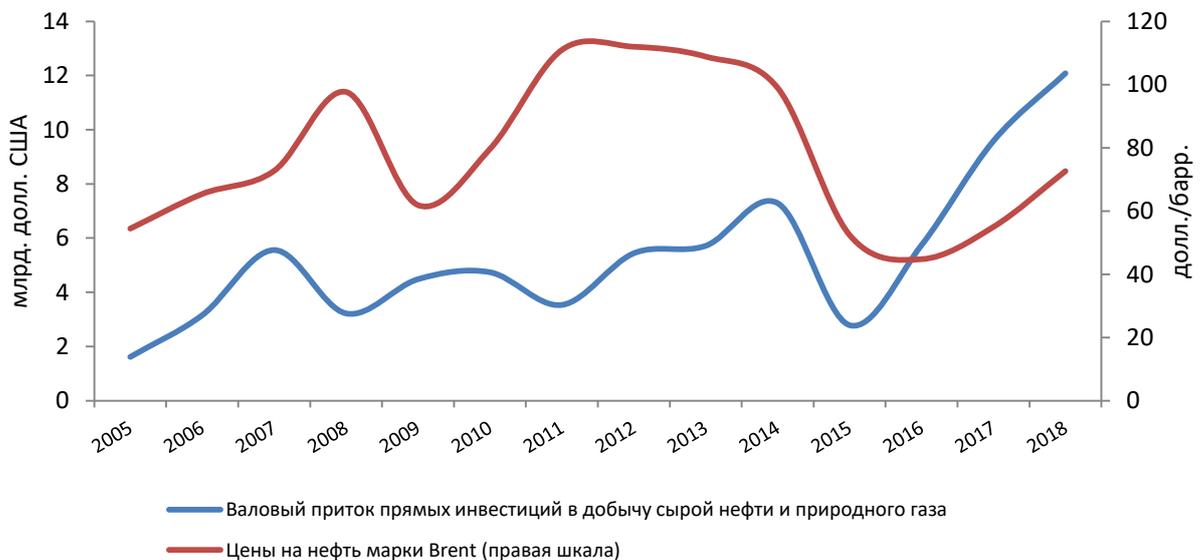
К примеру, в самом начале разработок нефтяных месторождений в Норвегии также доминировали иностранные компании, однако власти пришли к выводу, что нефтяные ресурсы должны быть использованы таким образом,

² Источник: Доклад Министра энергетики РК на Правительственном часе, 21 мая 2018 года

чтобы страна могла добывать и перерабатывать сырую нефть самостоятельно (были созданы крупные компании с государственным участием) и только овладение национальной компанией знаниями в качестве оператора обеспечит государству поддержку в деле контроля над нефтяной отраслью. В случае России, использование долговых инструментов для финансирования нефтегазовых месторождений было возможно в силу развитости данного сектора уже к моменту распада СССР.

Как видно на графике 1, существует прямая зависимость между притоком прямых инвестиций в горнодобывающую промышленность и мировыми ценами на нефть. С 2015 года благоприятная ценовая конъюнктура способствовало увеличению объёмов привлеченных инвестиций в нефтегазовую отрасль, которые в 2018 году составили 12 млрд. долл. США, что больше в 4,5 раза по сравнению с 2015 годом. На текущий момент, накопленные прямые инвестиции в нефтегазовую отрасль с 2005 года составили 74,9 млрд. долл. США.

График 1. Валовый приток прямых иностранных инвестиций в добычу сырой нефти и природного газа

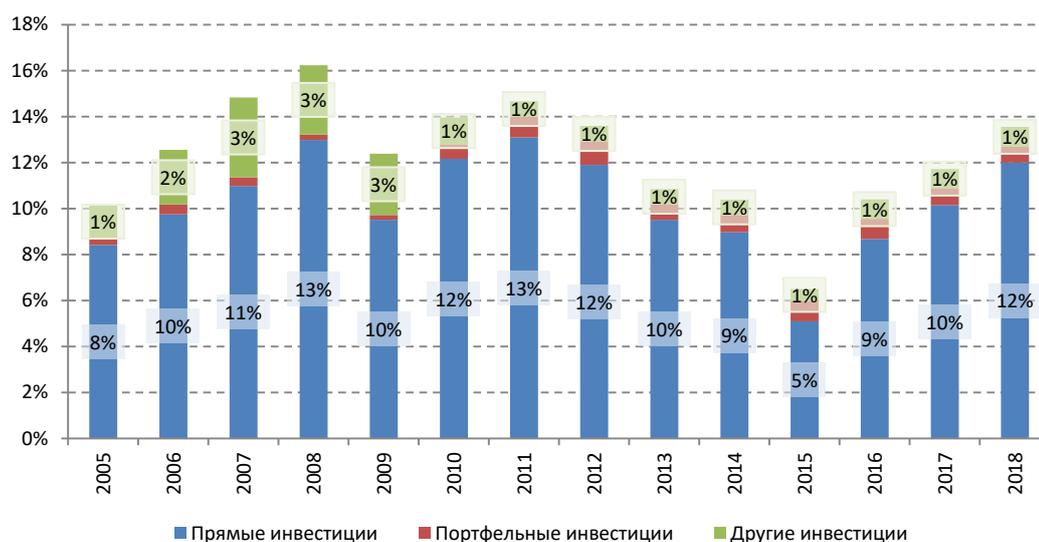


Источник: НБ РК, Thomson Reuters

Тем временем, текущему счету Казахстана характерна волатильность в сравнении с анализируемыми странами (график 1, приложение 1). Это связано главным образом с тем, что соотношение инвестиционных доходов нерезидентов к экспорту товаров в Казахстане является самым высоким среди рассматриваемой группы стран, экономика которых зависит от добычи и экспорта сырья (график 2, приложение 1). Увеличивающееся значение данного соотношения указывает о наличии давления в сторону увеличения дефицита

текущего счета, являясь риском для платежного баланса. Рост объемов выплат процентов по прямым инвестициям в Казахстане связан с реализацией нефтегазового проекта Кашаган, что отражается в волатильности выплат доходов иностранным инвесторам, сопровождающимся изменениями цен на нефть (*корреляция составляет 75,5% за 2000-2018 годы*). Обычно инвесторы склонны требовать выплаты дивидендов в периоды высоких цен на нефть (*график 2*), что ведет к росту дефицита баланса доходов.

График 2. Динамика доходов к выплате в Казахстане по компонентам, в % к ВВП



Источник: НБ РК

Россия

Участие иностранных инвестиций в нефтегазовом секторе России всегда было гораздо более ограниченным, чем в Казахстане, поскольку на момент распада СССР российский нефтяной сектор уже был развит³ (26 нефтеперерабатывающих заводов (НПЗ) и крупные месторождения Поволжья, Тимано-Печоры и Западной Сибири, освоенные с 1960 года), где первый НПЗ был запущен в 1863 году.

В 2014 году после наложения санкций на привлечение инвестиций из стран ЕС и США на поставки оборудования для глубоководной разведки и добычи нефти, а также на предоставление любых услуг для подобных проектов, произошло смещение приоритетов при выборе источников финансирования – от прямых иностранных инвестиций к альтернативным инструментам (*кредиты и займы, облигации*).

В 2015 году основными источниками финансирования являлись облигации, номинированные в иностранной валюте, внутренние источники

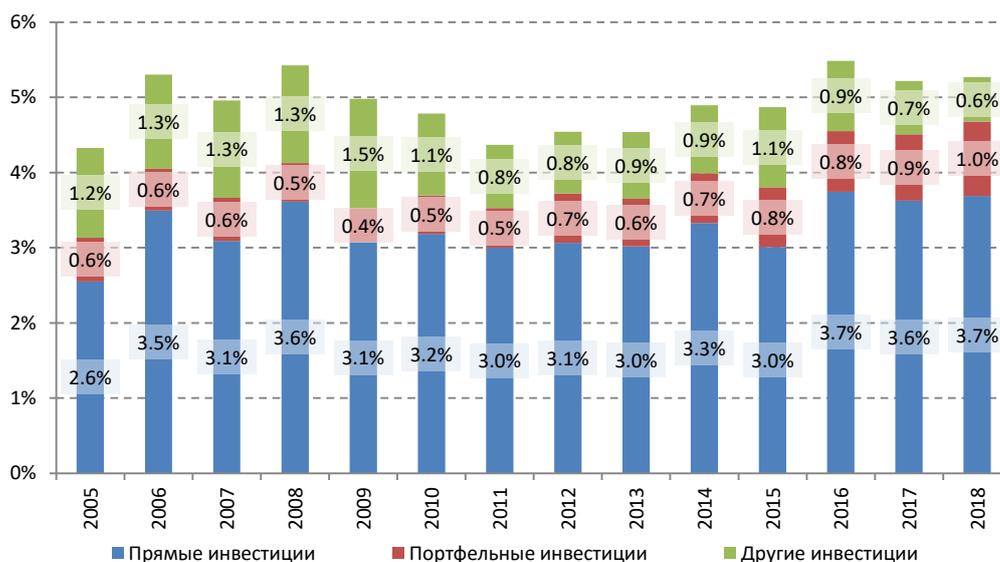
³ Специальный отчет агентства FitchRatings.

(чистая прибыль, реализация активов и пр.) и резервы, а также государственная помощь⁴.

Одна из крупнейших нефтегазовых групп ПАО «НК Роснефть» привлекает средства в виде кредитов и займов (справка: их общая сумма в 2017 году составила 1 769 млрд. руб.) и выпуска облигаций (обязательства по погашению облигаций составили 640 млрд. руб.). При этом величина уставного капитала остается неизменной в последние годы. Аналогичная ситуация с ПАО «Лукойл» и ПАО «Газпром», (при неизменном акционерном капитале, общая сумма кредитов и займов в 2017 году составила 616 млрд. руб. и 3 266 млрд. руб., соответственно)⁵.

Несмотря на то, что экспорт России имеет схожую сырьевую структуру с Казахстаном, в годы значительного снижения цен на энергоресурсы, текущий счет России оставался в профиците. Среди рассматриваемых стран, доходы российских инвесторов являются одним из наиболее устойчивых к изменениям цен на нефть, несмотря на высокую долю доходов прямых инвесторов в общих объемах инвестиционных выплатах (график 3). Что в том числе связано с адаптацией российских нефтяных компаний к внешним условиям. Так, согласно опросу, российские нефтегазовые компании рассчитывают на финансирование с помощью получения кредитов и займов (55% от всех компаний, +9% по сравнению с 2017 годом), привлечения акционерного капитала (31%) и внутренних источников денежных средств (14%)⁶ в 2018 году.

График 3. Динамика доходов к выплате в России по компонентам, в % к ВВП



Источник: ЦБ РФ

⁴ Публикация «Анализ источников финансирования компаний нефтегазовой отрасли», декабрь 2015г.

⁵ Финансовый отчет ПАО «Роснефть», «Лукойл» и «Газпром» за 2017г.

⁶ Результаты опроса руководителей и специалистов нефтегазового сектора -2017 г., Deloitte.

За 9 месяцев полугодия 2018 года прямые инвестиции в добычу топливно-энергетических полезных ископаемых (*каменного угля, бурого угля (лигнита), нефти, газа*) составили 23 млрд. долл. США, показав рост на 4,7 млрд. долл. США по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Стоит отметить, что существует вероятность сокращения притока прямых инвестиций в Россию, связанное с возможным принятием Законопроекта «О защите американской безопасности от агрессии Кремля» (*DASKA*) образца 2019 года (*DASKA 2.0*). Данный документ содержит санкции за поддержку проектов по разработке нефтяных ресурсов в России и против российских нефтяных проектов за рубежом. Реализация этих мер может ограничить работу западных нефтесервисных компаний в новых нефтедобывающих проектах в России.

Австралия

С момента бурения первой морской скважины в 1965 году до современного газового бума в угольных пластах нефтегазовая отрасль Австралии создала и поддерживает инновационный сектор технологий, услуг и производства, построенный вокруг большого числа проектов в данной отрасли.

Крупные проекты у берегов Западной Австралии, Виктории и Северной Территории являются прогрессивными и отражают диверсифицированную нефтегазовую индустрию. Местные компании занимаются разработкой глубоких, удаленных ресурсов и обладают опытом для ведения проекта от начала до его завершения: технологии разведки и бурения, подводные, геофизические, инженерные и проектные работы, геотехника, безопасность, обучение, эксплуатация и техническое обслуживание.

Среди австралийских нефтегазовых компаний распространено применение альтернативных типов финансирования проектов, таких как⁷:

- Предварительные платежи от клиента, используемые для поддержки приобретений;
- Поточные механизмы финансирования;
- Нетрадиционное финансирование новых проектов несколькими источниками;
- Финансирование оборотного капитала производителей;
- Проектное финансирование.

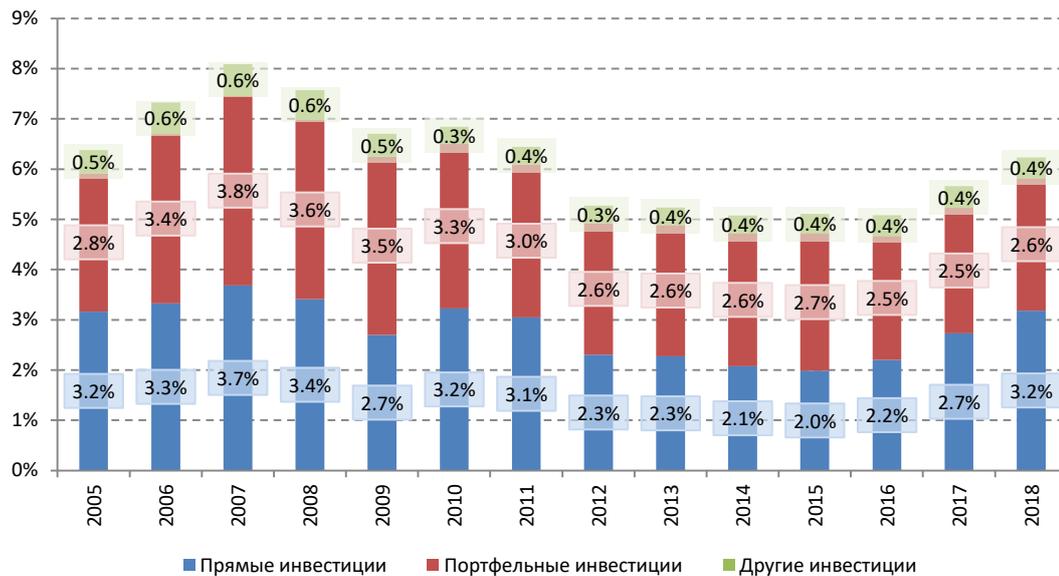
Различные типы финансирования обеспечивают привлекательность нефтегазовой сферы и повышают их устойчивость при волатильности цен на мировом рынке энергоресурсов. Таким образом, приток прямых инвестиций в добывающую отрасль показывает восходящую тенденцию, и в 2017 году

⁷ «Alternative financing structures in the oil, gas and mining sectors», Briefing note, March 2016

составил 241 млрд. долл. США (37% от всего притока прямых иностранных инвестиций).

В Австралии доходы иностранных инвесторов распределены по прямым и портфельным инвестициям в сравнительно равных долях. Такая структура является одной из причин стабильности дефицита текущего счета страны (график 4).

График 4. Динамика доходов к выплате в Австралии по компонентам, в % к ВВП



Источник: Бюро статистики Австралии

Показатель соотношения доходов к выплате к экспорту товаров в Австралии достиг максимального значения в 2007 году (54%), когда темпы роста доходов к выплате в несколько раз превышали темпы роста экспорта товаров. В дальнейшем данное соотношение начало снижаться, поскольку экспорт товаров рос быстрее доходов нерезидентов, тем самым дефицит текущего счета оставался устойчивым в периоды резких изменений цен на нефть. Несмотря на зависимость экономики Австралии от горнодобывающей и сельскохозяйственного секторов, особенности структуры источников внешнего фондирования экономики и развитая институциональная среда позволяют оставаться привлеченному капиталу внутри страны, поскольку наибольшая доля выплат по прямым инвестициям реинвестируется.

Норвегия

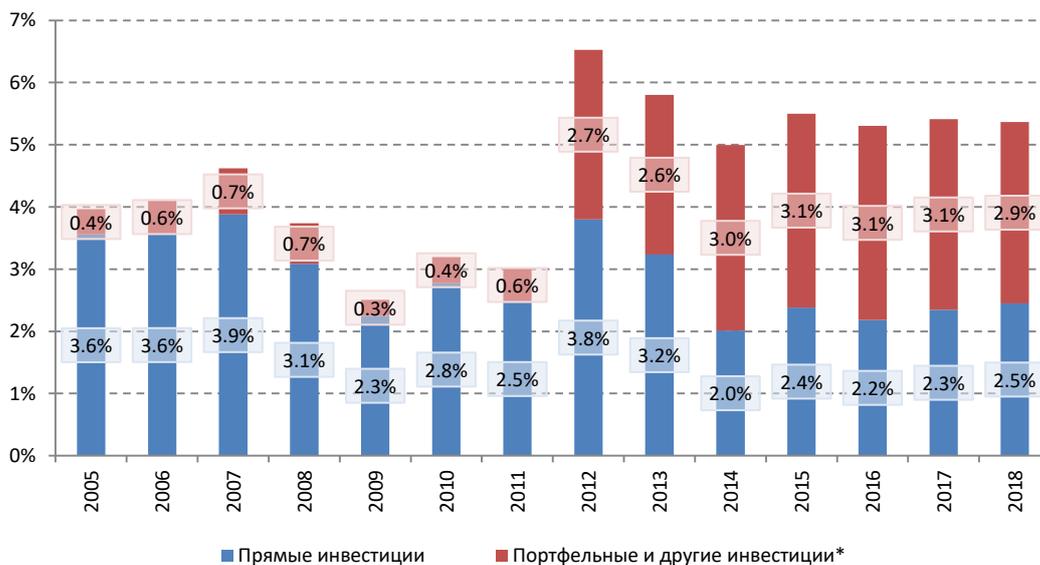
Разнообразие компаний всех размеров способствует конкуренции, обеспечивая интерес к различным видам проектов и внедрению новых и эффективных технологий. В конце 2017 года на норвежском шельфе были

задействованы 43 разведочно-добывающие компании (27 компаний-операторов, 16 компаний-партнеров по производственным лицензиям)⁸.

Норвежский экспорт нефти и газа финансируется, в том числе за счет государственных компаний, к примеру, компания EksportCreditt. Наряду с этим на нефтяном рынке преобладают крупные компании с государственным участием (например, 67% компании Statoil/Equinor принадлежит государству). Приток прямых инвестиций в горнодобывающую отрасль в 2018 году составил 19,1 млрд. долл. США (+5% г/г). Норвежская нефтегазовая ассоциация (NOG) сообщила, что инвестиции в нефтяную промышленность Норвегии, по их оценкам, вырастут до 21,5 млрд. долл. США в 2019 году, что связано с существенной реструктуризацией, проведенной в последние годы в данной отрасли. Новые проекты сосредоточены на том, чтобы сделать производство низкзатратным даже при низких ценах на нефть (к примеру, компания Equinor заявила, что имеет среднюю цену безубыточности 21 долл./барр.).

Большой объем получаемых доходов резидентами от зарубежных инвестиций в сравнении с выплачиваемыми доходами нерезидентам и накопленные внешние активы суверенного фонда⁹ обеспечивают профицит текущего счета Норвегии. Несмотря на концентрацию экспорта (60% от всего экспорта занимает нефть и газ), структурные сдвиги цен на нефть в 2014 – 2015 годы не повлияли на динамику инвестиционных доходов к выплате (графики 2 и 3, приложение 2). Что связано со структурой доходов иностранных инвесторов, в которой преобладают доходы по портфельным инвестициям (график 5).

График 5. Динамика доходов к выплате по компонентам в Норвегии, в % к ВВП



⁸ Источник: Веб-сайт: www.norskpetroleum.no

⁹ Справка: объем суверенного фонда Норвегии на конец января 2019г. составляет 1 011 млрд. долл. США

*Примечание. В статистике платежного баланса Норвегии до 2012г. разделение процентов по портфельным и другим инвестициям отсутствует, в этой связи они представлены в совокупности. Источник: сайты ЦБ

Источник: Бюро статистики Норвегии

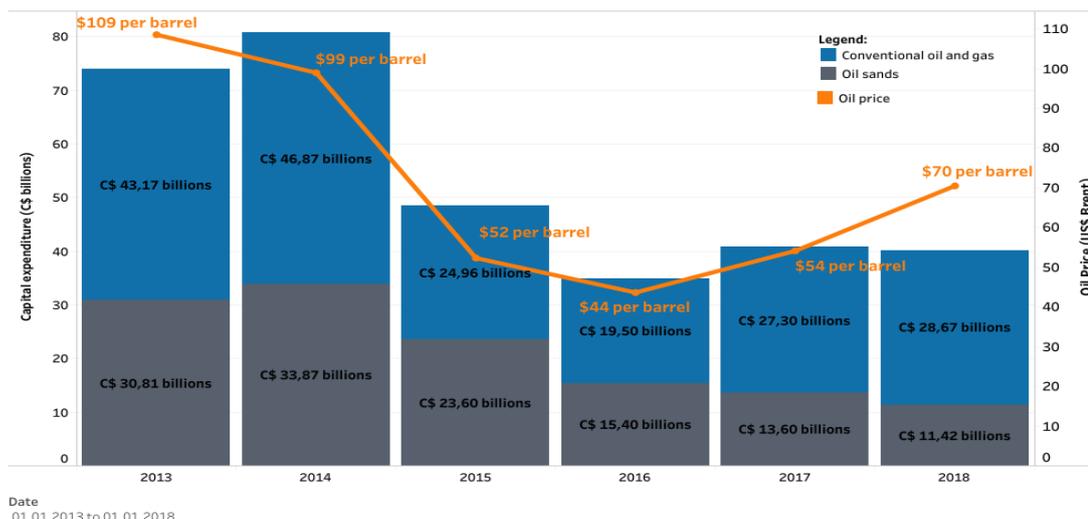
Канада

Особенностью геологоразведочных работ в Канаде заключается в том, что более 70% таких работ осуществляется компаниями - «юниорами». Компании - «юниоры» ведут поиск новых месторождений драгоценных металлов и стремятся выкупить рудники, в которых имеется большая вероятность нахождения крупных залежей полезных ископаемых, становясь его владельцем после обнаружения нового месторождения. При этом чаще всего у таких фирм нет возможностей для самостоятельного освоения ресурсов, поэтому в дальнейшем эти рудники приобретают более крупные компании, которые и ведут их разработку.

В Канаде геологоразведочные компании имеют доступ к финансированию через выход на биржи, в том числе через Фондовую биржу Торонто. Как известно, геологоразведка сопряжена с большими финансовыми рисками, а потому доступ к надежным публичным фондовым биржам позволяет «юниорам» привлекать средства и минимизировать риски инвесторов¹⁰. Финансирования осуществляется прямыми и портфельными инвесторами.

Несмотря на рост мировых цен на нефть с 2016 года, инвестиции в нефтяные проекты в Канаде продолжают сокращаться (рисунки 1).

Рисунок 1. Динамика инвестиций в нефтегазовый сектор* Канады, в млрд. канадских долл. и цены на нефть марки Brent, 2013-2018.



¹⁰ Канада и Казахстан: Схожие вызовы как платформа для партнерства. Kazakhstan Business magazine №3, 2015

**Примечание. Синий столбик показывает инвестиции в нефть и газ, серый цвет означает инвестиции в нефтеносные пески¹¹.*

Источник: Веб сайт Национального Энергетического Совета Канады

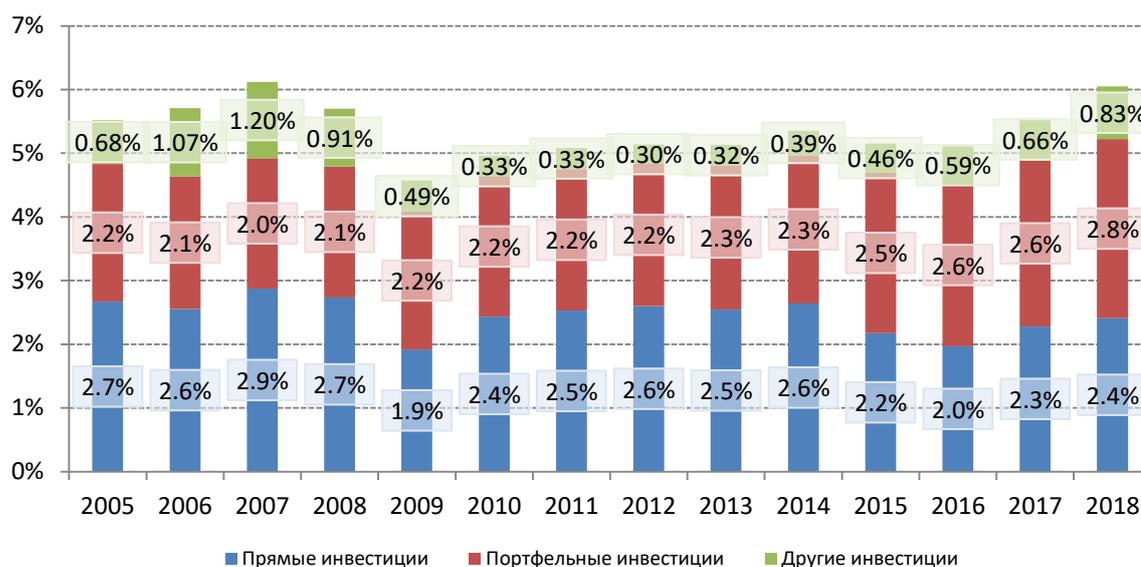
Снижение инвестиционной привлекательности канадской нефти сопряжено с несколькими факторами. Так, в результате инвестиционных решений, принятых до падения цен на энергоносители, добыча нефти продолжает расти. Однако с 2016 года пропускная способность трубопроводов остается практически неизменной, что способствует увеличению разницы в ценах между канадской нефтью и эталоном легкой нефти в Северной Америке. Высокий дифференциал цен (*трехлетний максимум был зафиксирован в марте 2018 года и составил 23 долл./барр.*) снижает доходы канадских нефтепроизводителей и инвестиционную привлекательность данной отрасли.

Несмотря на рост мировых цен на нефть с 2016 года, сохраняется неопределенность на рынке энергоносителей, что заставляет инвесторов отдавать предпочтение краткосрочным инвестициям. Стоит отметить, что трудноизвлекаемая нефть в Канаде и США требует гораздо меньших начальных капиталовложений для разработки и обеспечивает возврат инвестиций гораздо быстрее, чем типичный проект по разработке нефтеносных песков.

С точки зрения текущего счета, его дефицит является таким же стабильным, как и в Австралии. Доходы прямых иностранных инвесторов не эластичны к изменениям цен на нефть, в то время как их соотношение к экспорту товаров на протяжении рассматриваемого временного промежутка оставалось стабильным (*в среднем 20%*). Низкая зависимость доходов прямых инвесторов от ценового фактора происходит за счет диверсифицированной структуры экономики в сравнении с анализируемыми странами. К тому же более высокие объемы выплат по портфельным инвестициям в структуре инвестиционных доходов (*график 6*) и сопоставимые с объемами выплат доходов к получению способствуют устойчивости дефицита счета текущих операций.

¹¹ Нефтеносные пески представляют собой горючее полезное ископаемое, один из видов нетрадиционной нефти, которая смешана с песком, глиной и водой.

График 6. Динамика доходов к выплате Канады по компонентам, в % к ВВП



Источник: Бюро статистики Канады

Анализ иных факторов, влияющих на финансирование добывающей отрасли

Немаловажную роль при развитии добывающей отрасли экономики играют факторы технологий и человеческий капитал. Удовлетворение потребностей в данных факторах на внутреннем рынке позволяют нефтегазовым компаниям наращивать собственный потенциал, снижая зависимость от иностранного капитала. Согласно глобальному индексу инноваций и индексу человеческого развития, Казахстан занимает последнее место среди рассматриваемых стран (таблица 1). Наиболее слабой стороной в разделе инновационных внедрений Казахстана выделяются степень развитости рынка, человеческого капитала и исследований, которые являются одним из необходимых условий использования инвестиционного потенциала страны.

Для сравнения, нефтяная и газовая промышленность Австралии имеет всемирную репутацию в преодолении проблем, связанных с удаленным размещением ее ресурсов, техническими проблемами и рисками, а также экологическими и социальными проблемами. Многие исследовательские агентства проводят передовые исследования и разработки и внедряют новые технологии, которые в настоящее время применяются во всем мире ведущими нефтегазовыми компаниями. В совокупности перечисленные факторы способствуют тому, что Австралия занимает высокие позиции по показателям развития, инноваций и ведения бизнеса в стране.

Таблица 1. Сравнение некоторых индексов по группе стран*

Страны	Индекс человеческого развития ¹²	Глобальный индекс инноваций ¹³	Индекс лёгкости ведения бизнеса ¹⁴
	Индекс (место в общем рейтинге)	Индекс (место в общем рейтинге)	Индекс (место в общем рейтинге)
Австралия	0.939 (3)	51.98 (20)	80.13 (14)
Россия	0.816 (43)	37.90 (46)	77.37 (35)
Норвегия	0.953 (1)	52.60 (19)	82.95 (8)
Казахстан	0.8 (58)	31.42 (74)	77.89 (36)
Канада	0.926 (12)	53.00 (18)	79.26 (18)

Заключение

Анализ типов финансирования нефтяной отрасли на примере группы стран показал, что на начальном этапе геологоразведки нефтяных месторождений объемы инвестиций в данную отрасль зависят главным образом от инфраструктуры страны. Так, страны с неразвитым финансовым рынком, дефицитом качественного человеческого капитала финансируют крупные нефтегазовые проекты посредством привлечения иностранных инвестиций. Тем самым улучшаются технологические возможности страны и в краткосрочном периоде решаются проблемы безработицы. Однако инвесторы склонны требовать выплаты дивидендов в периоды высоких цен на нефть, тем самым создавая давление на текущий счет. Также при концентрации прямых инвестиций, существенная доля прибыли от вложений и внедрения технологических разработок поступает в экономику страны-инвестора.

Ситуация на мировом рынке энергоносителей также является одним из основных факторов, влияющих на решения нефтяных компаний о типе фондирования. К примеру, снижение цен на нефть поспособствовало росту привлекательности альтернативных типов финансирования в Австралии. В случае с Россией, геополитическая ситуация привела к тому, что иностранные инвесторы покидали российский рынок, нефтяным компаниям приходилось перестраивать стратегию привлечения средств.

¹² **Индекс человеческого развития** является комплексным сравнительным показателем ожидаемой продолжительности жизни, грамотности, образования и уровня жизни для стран во всём мире. Отчёт о развитии человечества, Программа развития ООН, 2018г.;

¹³ **Глобальный индекс инноваций** составлен из 82 различных переменных, которые детально характеризуют инновационное развитие стран мира, находящихся на разных уровнях экономического развития. Исследования Международной бизнес-школы INSEAD, 2018г.

¹⁴ **Индекс лёгкости ведения бизнеса** используется для сравнения простоты предпринимательской деятельности между странами мира, составляемый всемирным банком на основе годовых данных.

Приложение 1

Структура экспорта анализируемых стран, 2018г.

График 1. Казахстан

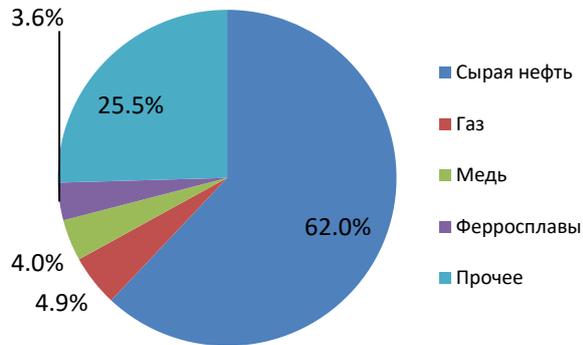


График 2. Россия

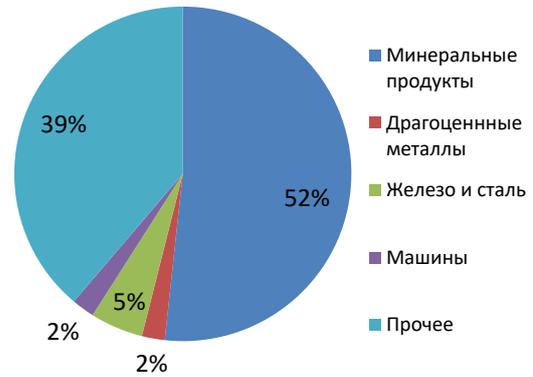


График 3. Австралия

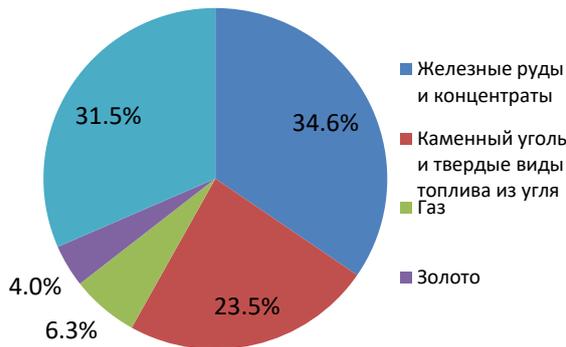


График 4. Норвегия

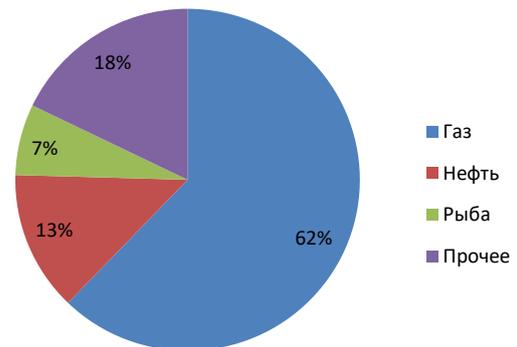


График 5. Канада



Приложение 2

График 1. Текущий счет, в % от ВВП

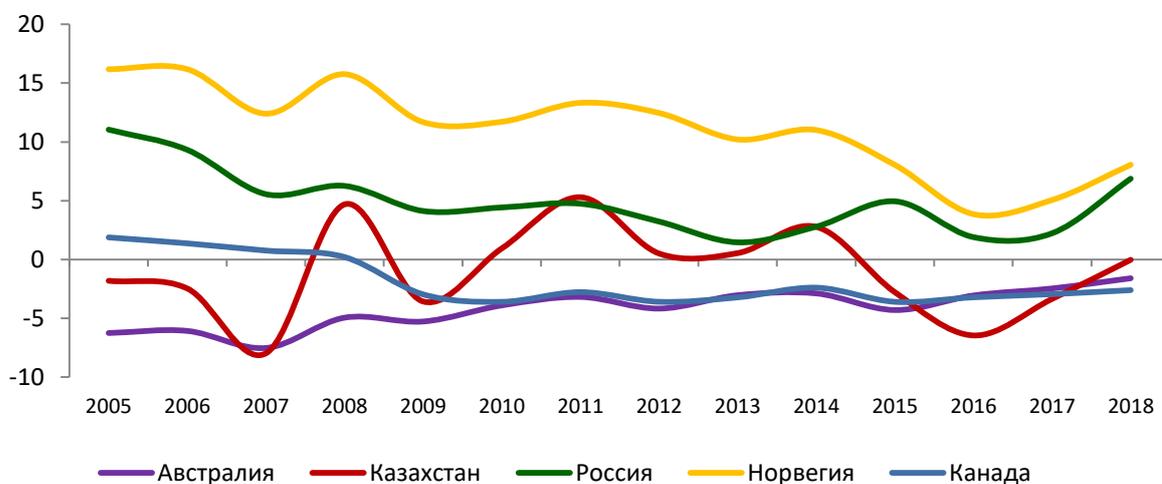


График 2. Соотношение инвестиционных доходов к выплатам к экспорту товаров

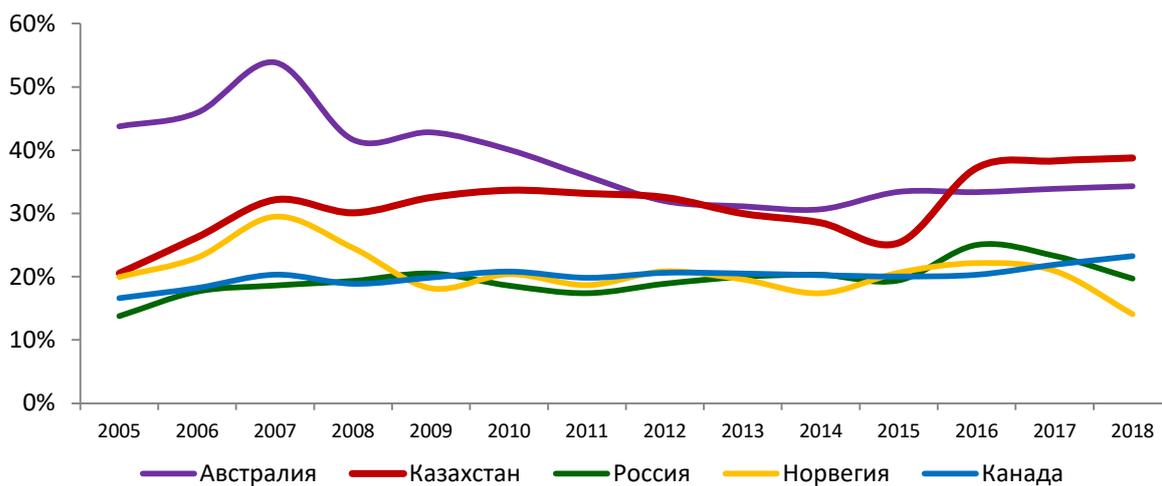


График 3. Инвестиционные доходы к выплатам, в % к ВВП

