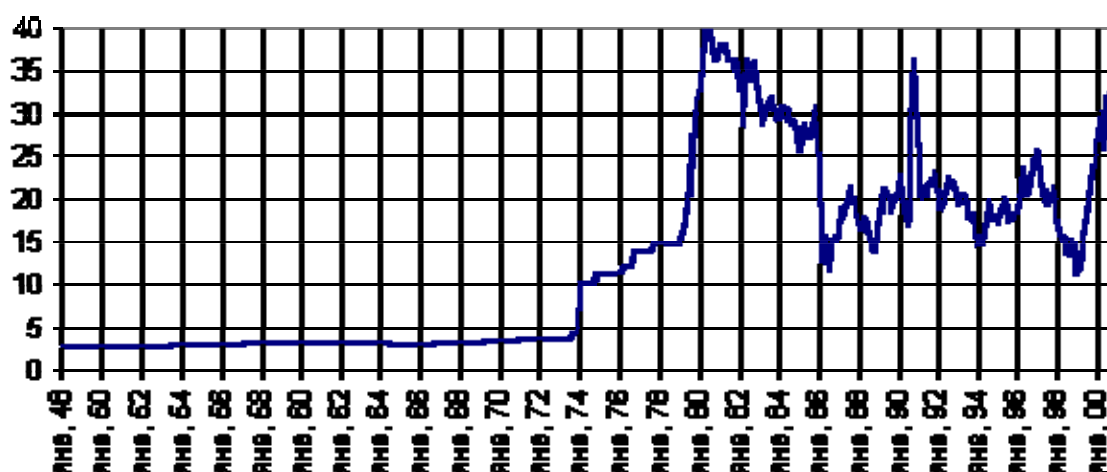


Развитие нефтяного рынка, ведущего свое начало с 1859 г., проходило через несколько стадий, которые с точки зрения принципов ценообразования условно можно разделить на три основных этапа: до 1971 г., 1971—1986 гг. и с 1986 г. по настоящее время.

Номинальная цена смеси WTI, долл./баррель



Источник: Ecomagis.

Первый этап

До начала 1970-х гг. рынок был фактически монополизирован крупными вертикально интегрированными компаниями Международного нефтяного картеля (МНК). Восемь транснациональных компаний (“семь сестер”, составивших ранее *Standard Oil*, — *BP*, *Chevron*, *Exxon*, *Gulf*, *Mobil*, *Shell*, *Texaco*, а также французская *CFP*) контролировали около 85—90% рынка на всех этапах производственного процесса. Цены на нефть также устанавливались преимущественно этими компаниями, поскольку на долю свободного рынка независимых производителей приходилось всего около 5%. На этом этапе крупные компании активно использовали трансфертное ценообразование для минимизации налоговых отчислений аналогично тому, как это происходит сейчас в России. Кроме того, устанавливались справочные цены для определения налоговых отчислений в странах, где компании действовали в рамках концессий.

До 1947 г. цена нефти сиф (*CIF* — *cost, insurance, freight*) в любом месте земного шара определялась на основе цены фоб (*FOB* — *free on board*) в Мексиканском заливе плюс стоимость доставки, которая включала фрахт танкера, залив-слив нефти, страховку, таможенную очистку и т.д. При этом не имело никакого значения, где фактически добывалась нефть.

В 1947 г. система расчета цен изменилась. Это было вызвано увеличением роли стран Персидского залива в мировой нефтедобыче, а также необходимостью восстановления экономики стран Западной Европы после второй мировой войны (“план Маршалла”). Согласно новым правилам цена на нефть рассчитывалась, как если бы она доставлялась уже из двух точек — Мексиканского или Персидского заливов. При этом цена фоб по-прежнему определялась в Мексиканском заливе, различались лишь затраты на поставку. Ясно, что новая система привела к появлению мест, где обе цены совпадали. Первоначально такая точка находилась в Средиземном море, затем, по мере снижения цен фоб в Персидском заливе, она сместилась на Восточное побережье США, а в 1949 г. единой базой для расчета цен на нефть стал Нью-Йорк.

Первый этап развития нефтяного рынка был самым стабильным, с 1947 г. по 1971 г. номинальная цена WTI выросла с 1,87 долл. до 3,56 за баррель (см. рисунок), а реальная (дефлированная по американскому ИПЦ) колебалась около 10 долл. за баррель в ценах 1999 г. Во многом именно эта стабильность способствовала экономическому росту в США и Западной Европе, который, в свою очередь, сопровождался ежегодным 7%-ным ростом спроса на нефть.

Второй этап

В сентябре 1960 г. была создана международная Организация стран-экспортеров нефти (ОПЕК). Быстрое укрепление лидирующей роли ОПЕК в мировом экспорте нефти создало предпосылки для пересмотра действовавших концессионных соглашений арабских стран с нефтяными компаниями относительно

справочных цен и распределения прибыли. Кроме того, важным фактором стал отказ от фиксированного курса доллара США и последующее ослабление американской валюты. Длительные переговоры ничего не дали, и в октябре 1971 г. ОПЕК начал процесс национализации активов МНК, который фактически завершился к концу 1973 г. С переходом к странам ОПЕК контроля над ресурсами и добычей у них появилась возможность определять цены на нефть. Компании МНК потеряли возможность влиять на конъюнктуру рынка со стороны предложения, однако сохранили контроль над транспортировкой, переработкой и сбытом.

Действия ОПЕК зачастую приводили к существенному дисбалансу спроса. Так, нефтяное эмбарго в 1973 г. и иранская революция 1979 г. привели к дефициту нефти, а увеличение добычи нефти Саудовской Аравией в 1986 г. — к избыточному предложению. Соответственно резко возросла волатильность цен на нефть: они вырастали с 4 до 10 долл. за баррель в 1973 г., с 16 до 40 долл. в 1979—1980 гг. и падали с 30 до 13 долл. в 1985—1986 гг. Шокирующие скачки цен привели к сокращению ежегодных темпов роста спроса с 7% (до 1973 г.) до примерно 1% (после 1973 г.). Существенно изменилась сама структура торговли нефтью — продолжилось сокращение операций на основе долгосрочных контрактов по отпускным ценам, цены начали устанавливаться на базе краткосрочных и спот-контрактов. При этом их доля в общем объеме торгов выросла с 5—8% в начале 70-х годов до 40—50% в середине 80-х.

Третий этап

Третий этап принципиально отличается от первых двух тем, что монопольное ценообразование уступило место рыночному. На этом этапе ОПЕК больше не устанавливает цены непосредственно, как это было в 70-х годах, однако по-прежнему является важнейшим игроком на мировом рынке нефти. Позиции картеля обеспечены качественными и количественными показателями его ресурсной базы. Так, на долю ОПЕК приходится около 78% мировых запасов и 42% добычи сырой нефти. Кроме того, себестоимость добычи одного барреля нефти в странах Персидского залива составляет всего 0,5—2 долл. (на Северном море — около 10—12 долл.; в России до девальвации рубля — 7—8 долл., после — 3—5 долл.).

Во многом изменение принципов ценообразования обусловлено появлением и развитием биржевой торговли. Так, на Нью-Йоркской товарной бирже (*NYMEX*) в 1986 г., незадолго до начала “ценовой войны”, началась торговля фьючерсами на сырую нефть. Два года спустя контракты на сырую нефть были введены на Лондонской международной нефтяной бирже (*LIPE*), а затем и на Сингапурской товарной бирже (*SIMEX*). Благодаря переходу к конкурентному ценообразованию цены на нефть до 2000 г. хотя и оставались чрезвычайно волатильными на краткосрочных интервалах, в среднем колебались в диапазоне 15—20 долл. за баррель.

Биржевое ценообразование

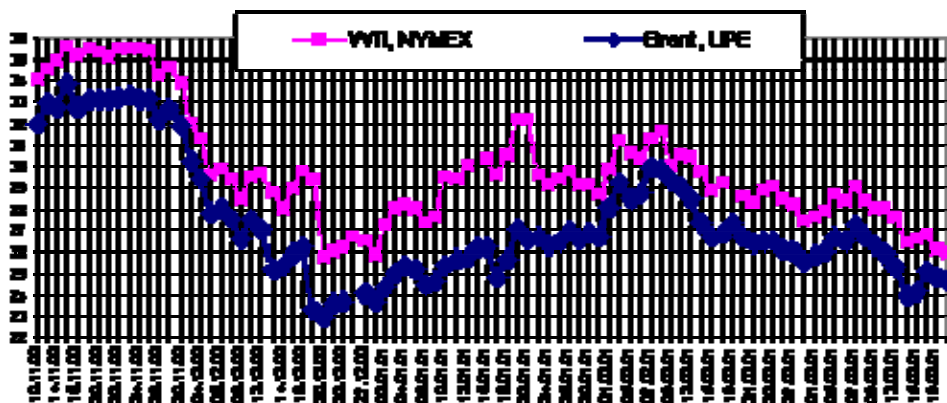
Крупнейшими нефтяными биржами являются *NYMEX* и *LIPE*, на которых котируются маркерные сорта *Light Sweet* и *Brent*. Обе смеси относятся к легким низкосернистым сортам. *Brent* имеет плотность около 38° API и содержание серы 0,2-1%, плотность *WTI* (подходит под параметры качества *Light Sweet* и является основным сортом) составляет 40° API, содержание серы — 0,4-0,5%. Для сравнения: российская экспортная смесь *Urals* имеет плотность около 32° API и содержание серы 2,5%.

На обеих биржах торги осуществляются “голосовым” способом (*open outcry*), однако в последние годы на них активно используются электронные системы. При этом в Лондоне основные торги проходят с 10:02 до 20:13, а в Нью-Йорке — с 9:45 до 15:10 по местному времени. Это означает, что в течение почти пяти с половиной часов торговля на обеих биржах, а также закрытие происходят одновременно.

Стандартный лот в обоих случаях составляет 1000 баррелей, минимальный шаг изменения цены — 1 цент, а сами цены выставляются в долларах и центах за баррель. На *NYMEX* контракты торгуются с ежемесячным интервалом на 30 месяцев вперед, но есть также фьючерсы с исполнением через 36, 48, 60, 72 и 84 месяца. На *LIPE* представлены контракты на 12 последовательных месяцев, затем с интервалом в три месяца с максимальным сроком исполнения через 24 месяца и шестимесячным интервалом на срок до трех лет. Учитывая низкую ликвидность фьючерсов с исполнением позже, чем через три месяца, это различие между биржами несущественно.

Котировки ближайших фьючерсов на *Brent* и *Light Sweet* в целом довольно хорошо коррелируют (см. рис. 2), однако спред между ними все время меняется из-за локальных различий американского и европейского рынков.

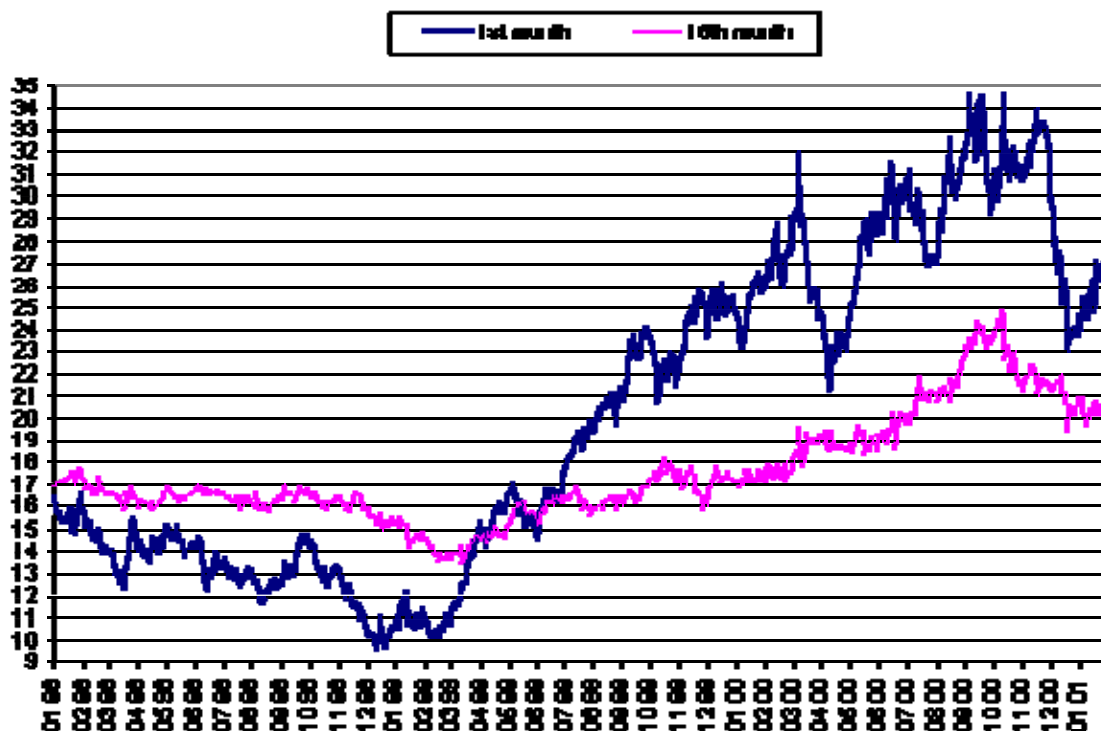
Рисунок 2. Котировки ближайших фьючерсов



Источник: NYMEX, LIPE

В момент прекращения торговли фьючерсами на LIPE часто возникает интересный эффект, проявляющийся в разнонаправленном скачке цен. Дело в том, что торговля фьючерсами с исполнением в ближайший месяц в Лондоне заканчивается в последний банковский день за 15 дней до первого числа этого месяца, а в Нью-Йорке – как минимум за три дня до 25 календарного торгового дня предшествующего месяца. На практике это означает, что переход к следующему контракту на LIPE происходит на 5-7 дней раньше, чем на NYMEX. Фьючерсы же обладают определенной временной структурой, типичной для складываемых товаров. Так, ближайшие фьючерсы гораздо более волатильны дальних, относительно которых есть устойчивые долгосрочные ожидания. Для смеси Brent цена на нефть последние 15 лет колебалась в среднем около 17,5 долл. за баррель. Когда она опускалась ниже этого уровня, как с начала 1998 года по середину марта 1999-го, имело место контанго (contango), т.е. рост цен с отдалением срока исполнения (см. рис. 3). В последнее время в связи с тем, что ОПЕК установил нижнюю границу для своей нефтяной корзины в 22 долл. за баррель, соответственно выросла долгосрочная ожидаемая цена. Однако с июля 1999 года по настоящее время, поскольку текущие цены выше этого уровня, наблюдается бэквардация (backwardation). В результате сегодня при переходе на новый контракт цены, как правило, падают, даже если рынок в целом растет, т.е. котировки Brent и WTI могут двигаться в различных направлениях.

Рисунок 3. Сравнение динамики короткого и длинного фьючерсов на Brent



Источник: LIPE

Торговля фьючерсами предусматривает возможность физической поставки нефти, что связывает ее с реальным рынком через механизм арбитража. На NYMEX осуществляется поставка шести низкосернистых (0,42%) американских сортов с плотностью в интервале 37°-42° API: West Texas Intermediate, Low Sweet Mix, New Mexican Sweet, North Texas Sweet, Oklahoma Sweet, South Texas Sweet. Кроме того, возможны импортные поставки с плотностью в интервале 34°-42° API: английских Brent и Forties, нигерийских Bonny Light и Qua Iboe, норвежской Oseberg, колумбийской Cusiana. Из-за различий в качестве цены поставок иностранных сортов определяются на основе Light Sweet со скидками и премиями, а также учетом фрахта и прочих издержек на транспортировку. Так, Brent, Forties Oseberg торгуются с дисконтом 30 центов, Bonny Light и Cusiana - с премией в 15 центов, а Qua Iboe - в 5 центов. Следует отметить, что физическая поставка нефти по биржевым контрактам происходит редко и составляет лишь около 1% от всего объема торгов. Это связано в том числе и с тем, что нефти соответствующих сортов реально добывается на два порядка меньше виртуального объема торгов. Так, на LIPE за один день заключается в среднем около 68,6 тыс. фьючерсных контрактов по смеси Brent, что эквивалентно мировой суточной добычи сырой нефти, а на NYMEX - 152 тыс. фьючерсных контрактов по смеси Light Sweet (222% всей добычи). При этом добыча нефти соответствующих марок составляет всего около 700-800 тыс. барр./сут. (см. таблицу 1).

Таблица 1. Показатели биржевой активности за 2000 г.

Контракт	Средний объем открытых позиций	Среднедневной объем торгов по всем контрактам	Среднедневной объем торгов по ближайшему контракту	Среднедневной объем торгов по двум ближайшим контрактам	Среднедневной объем торгов по трем ближайшим контрактам
Light Sweet	464 255	151 857	77 441	115 378	127 888
Heating Oil	133 587	40 018	19 229	30 864	34 220
Unleaded Gasoline	91 836	34 365	16 623	25 949	29 500
Brent	268 370	68 645	28 978	51 876	59 600
Gas Oil	113 280	28 243	11 226	20 792	24 100

Источник: LIPE, Moore Research Center, расчеты автора

Важным существенным различием в механизмах ценообразования на рассматриваемых биржах является более строгий контроль за ценами и размером открытых позиций на NYMEX. Например, на американской бирже участник может иметь не более 20000 открытых позиций, причем из них не более 1000 по ближайшим фьючерсам в последние три дня торгов и 10000 по какому-либо одному контракту. Кроме того, ограничивается диапазон возможных колебаний цен на нефть. Так, по всем контрактам, кроме двух ближайших, этот диапазон составляет 3 долл. за баррель или 6 долл., если в предыдущий торговый день колебания достигли верхней границы. В случае изменения цены какого-либо из ближайших двух контрактов на 7,5 долл. торги приостанавливаются на час, а потом устанавливается потолок изменения цены в 7,5 долл. для всех контрактов в направлении движения рынка. В Лондоне никаких подобных ограничений не предусмотрено.

К достоинствам биржевого ценообразования можно отнести относительную прозрачность рынка и высокую ликвидность. Кроме того, он является достаточно конкурентным, поскольку в принципе открыт для широкого круга потенциальных участников. По данным американской Комиссии по фьючерсной торговле (CFTC), на долю 8 крупнейших игроков на NYMEX приходится в среднем около 40%.

Внебиржевой рынок

На крупнейших биржах торгуются всего два сорта нефти, тогда как на самом деле добывается несколько десятков. На внебиржевом рынке главным эталонным сортом по-прежнему является Brent. Котировки на остальные сорта устанавливаются на основе дифференциалов (скидок или премий) к Brent или какому-нибудь другому маркерному сорту (как правило, WTI или Dubai). Стоимость дифференциалов зависит как от различия в качестве (плотность, содержание серы), так и от текущего баланса спроса и предложения. Рынок условно разделен на сегменты по качеству, причем сорта-заменители типа Urals и Kirkuk вынуждены постоянно конкурировать, в первую очередь между собой.

На внебиржевом рынке помимо спот-сделок активно торгуются срочные контракты: форварды, свопы, опционы. Поскольку на внебиржевом рынке имеется риск неисполнения контрактов, большую роль на нем играют крупные финансовые институты с надежной репутацией. Так, лидерами по объему торгов свопами и опционами на нефть и нефтепродукты традиционно являются Morgan Stanley и Goldman Sachs.

В связи с тем, что Brent добывается на море, для нее фактически отсутствуют спот-цены. Вместо них обычно используют котировки Brent dated, публикуемые в различных специализированных агентствах вроде Platt's и Petroleum Argus. По методологии Platt's цена Brent dated оценивается по реальным сделкам и двусторонним котировкам на форвардную поставку товара не ранее, чем через семь дней, но не позже, чем через 17. Отгрузка товара осуществляется в порту Саллом Воу (Sullom Voe), а сам товар представляет собой смесь Brent с плотностью около 38° API и содержанием серы 0,4%. Среднесуточный объем Brent, поставляемый в Саллом Воу, составляет около 575 тыс. баррелей. В том случае, когда конкретные даты поставки еще не определены, Brent торгуется как обычный форвардный контракт на один (т.н. 15-суточный Brent), два, три и более месяцев. Ежедневные котировки Brent dated, 15-суточного Brent и котировки ближайших фьючерсов на LIPE, естественно, сильно коррелируют, поскольку связаны механизмом арбитража.

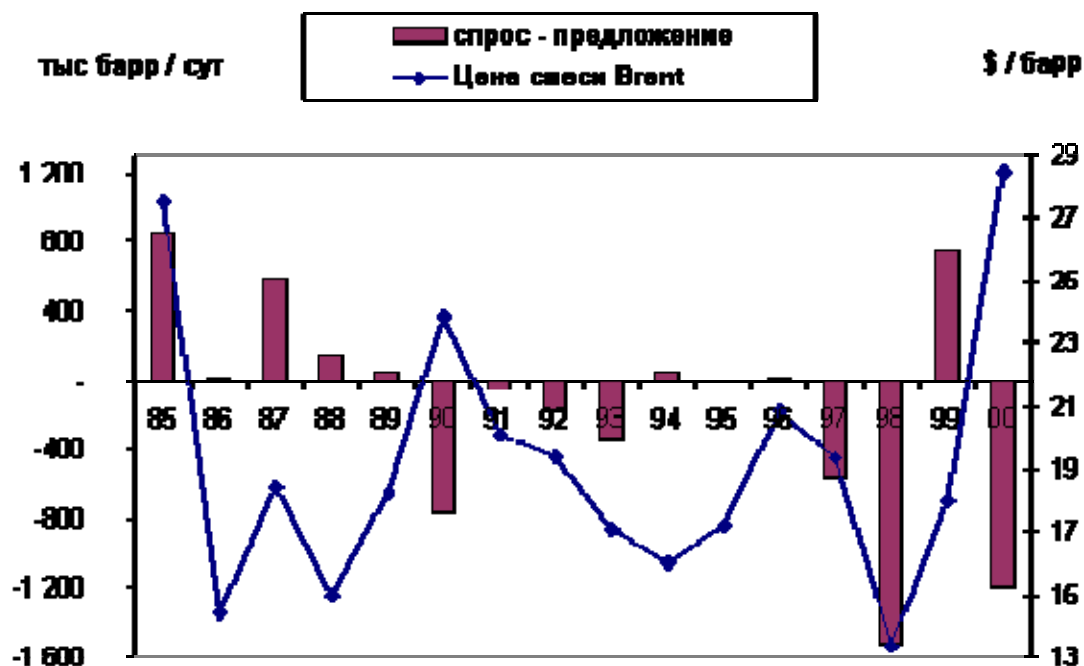
Фундаментальные факторы

Цены на нефть (биржевые и внебиржевые) определяются двумя ключевыми факторами - текущим и ожидаемым соотношением спроса и предложения и динамикой издержек. Поскольку точных данных о текущем мировом балансе спроса и предложения нефти не существует, нефтяные трейдеры в основном ориентируются на информацию об изменении складских запасов нефти – стратегических и промышленных. Соответствующие оценки появляются в еженедельных и ежемесячных бюллетенях некоторых агентств. Наиболее известными являются обзоры Американского института нефти (API), информационного агентства Департамента энергетики США (EIA) и Международного энергетического агентства (IEA). Рост запасов является косвенным свидетельством в пользу того, что предложение нефти превышает спрос и, как правило, сопровождается падением цен.

Дисбаланс на нефтяном рынке возникает в основном из-за шоков предложения, в первую очередь со стороны ОПЕК, тогда как средний спрос на нефть гораздо более инерционен. В частности, как показывают многочисленные исследования, потребление нефти крайне неэластично по отношению к цене на временных интервалах менее одного года. Тем не менее шоки, влияющие на потребление товаров, также могут вызывать существенные колебания цен. Ярким примером может служить финансовый и экономический кризис в странах Юго-Восточной Азии. Потребление нефтепродуктов в этом регионе в последние годы росло на 5,5% в год, и именно на темпы роста спроса ориентировались трейдеры, удерживая цены на нефть на уровне 16–20 долл. в период 1991-1997 гг. Существенное перепроизводство нефти, в основном со стороны ОПЕК, создало предпосылки, а финансовый кризис в Юго-Восточной Азии в 1997 году послужил катализатором, приведшим к обвалу цен на нефть в 1998 году.

Сильные краткосрочные (дневные, недельные и среднемесячные) колебания приводят к тому, что при рассмотрении более длинных интервалов - квартальных и годовых - связь между ценой на нефть и балансом спроса и предложения размывается (см. рис. 4).

Рисунок 4. Связь баланса спроса и предложения с ценой на нефть



Источник: EIA

На месячных и квартальных временных интервалах цены на нефть имеют ярко выраженную сезонную компоненту, что связано с колебаниями спроса. Крупнейшие потребители нефти из числа стран ОЭСР (США и Западная Европа) расположены в северном полушарии и для отопления помещений активно используют топочный мазут. В летние месяцы, наоборот, растет потребление бензина. Разница между максимальным (декабрь, февраль) и минимальным (май) потреблением нефтепродуктов странами ОЭСР составляет около 4 млн барр./сут.

В долгосрочной перспективе цены на сырую нефть помимо баланса спроса и предложения определяются динамикой среднемировой себестоимости добычи. На себестоимость, с одной стороны, влияют темпы инфляции и истощение ресурсной базы (приводит к росту издержек), а с другой – различные технологические усовершенствования (уменьшают издержки). В результате одновременного действия многих факторов уровень цен на нефть зависит от своей траектории, а “правильный” уровень цен на нефть определен только в среднесрочной перспективе и может меняться как под действием шоков, так и долгосрочных тенденций.

Некоторые проблемы ценообразования

Одной из основных проблем ценообразования нефтяного рынка является его непрозрачность. Это касается в первую очередь как оценки фундаментальных факторов – баланса спроса и предложения, так и внебиржевых цен. Даже в случае бирж, хотя данные о ценах и объеме торгов общедоступны, состав участников и их позиции являются закрытой информацией. Кроме того, слишком большая зависимость мировых цен от котировок двух маркерных сортов в последнее время вызывает все большую озабоченность. Непрозрачность и неэффективность рынка является одной из самых главных причин его высокой волатильности.

Низкая точность данных и оценок баланса спроса и предложения

Из-за нехватки данных промышленные запасы реально оцениваются только для стран ОЭСР, на долю которых приходится свыше половины мирового потребления нефти. Ясно, что получаемые оценки обладают низкой степенью точности.

Таблица 2. Сравнение различных оценок баланса спроса и предложения

	1998	1999	2000	1998	1999	2000	1998	1999	2000
	Energy Information Administration			International Energy Agency			OPEC		
Спрос ОЭСР	423	429	425	468	476	478	468	476	478
Остальные	314	321	329	267	272	278	269	272	278
Мировой Спрос	736	749	754	735	748	756	737	750	756
Предложение ОЭСР	197	194	199	219	214	219	218	213	219
Предложение ОПЕК	305	293	309	318	294	318	306	293	310
Остальные	250	255	259	228	233	240	227	232	237
Мировое предложение	752	742	767	755	741	767	751	739	766

Источник: EIA, IEA, OPEC

Непосредственное сравнение наблюдаемых данных с оценками, полученными на основе баланса спроса и предложения, показывает, что во втором случае имеет место завышение реальных значений. Так, по данным EIA, в 2000 г. запасы стран ОЭСР изменились с 3535 млн барр. в январе до 3588 млн в сентябре (прирост в 194 тыс. барр./сут.), тогда как из баланса спроса и предложения следует, что они должны были расти на 400 тыс. барр./сут. По-видимому, такое расхождение неизбежно из-за невозможности точно учесть каждый баррель спроса и предложения (т.н. missing barrels problem). Неудивительно поэтому, что оценки различных агентств также существенно отличаются друг от друга.

Биржевой рынок: хеджирование или спекуляции?

Одной из основных целей развития биржевого рынка деривативов декларируется создание эффективных инструментов хеджирования. Есть, однако, целый ряд объективных причин, препятствующих осуществлению этой благородной затеи. Во-первых, среди биржевых игроков доминируют производители нефти. Так, почти половина всего спроса на нефть приходится на транспорт. Трудно представить себе владельцев АЗС или автомобилистов, активно хеджирующих риски изменения цены бензина. Кроме того, торговля фьючерсами является делом рискованным и дорогим, требующим высокой квалификации, поэтому реально позволить себе такое удовольствие могут только достаточно крупные структуры. Наконец, значительная доля НПЗ и сбытовых структур контролируется крупными вертикально интегрированными компаниями, в принципе

заинтересованными в росте цен на нефть. Для независимых НПЗ важное значение имеет не цена на нефть, а маржа переработки, при этом последняя в среднем не очень сильно зависит от конкретного уровня цен. Таким образом, по данным CFTC, на долю крупных производителей приходится более трех четвертей всех операций с фьючерсами на сырую нефть на NYMEX.

Во-вторых, вследствие особенностей менталитета менеджеров под риском они, как правило, понимают не любое изменение цены (волатильность), а лишь приводящее к убыткам. Для хеджирования асимметричных исходов фьючерсы менее удобны, чем опционы, но последние гораздо менее ликвидны и, возможно, слишком дороги.

Наконец, многие независимые исследования показывают, что производители хеджируют крайне незначительную часть своих рисков, связанных с колебаниями цен на нефть. Гораздо большее внимание они уделяют спекуляциям на рынке – игре с целью получения прибыли. Косвенных подтверждений спекулятивного характера биржевой торговли более чем достаточно. Это и более высокая волатильность ближних фьючерсов по сравнению с дальними, и то, что на два ближайших контракта приходится около 75% объемов торгов, и низкая ликвидность опционов, и рост объемов торгов с волатильностью и т.д.

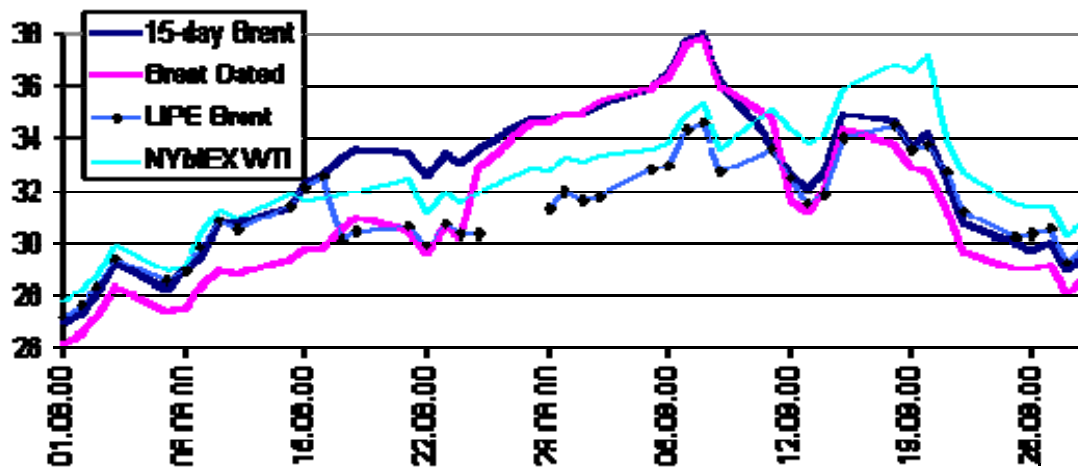
Интересно, что в некотором смысле нефтяные компании действительно заинтересованы в высокой волатильности цен, поскольку она увеличивает фундаментальную стоимость и рыночную капитализацию компании. Дело в том, что стоимость нефтяных месторождений представляет собой, по сути, сложный опцион (т.н. *реальный опцион*), связанный со стратегией инвестирования (выбор объемов и момента вложений, переход от разведки к разработке и эксплуатации, консервация-расконсервация скважин и т.п.). А стоимость любого опциона, как известно, увеличивается с ростом волатильности базового актива.

Привязка большинства сортов добываемой нефти к смеси Brent

В разделе, посвященном биржевой торговле, говорилось о том, что именно биржи являются основным центром ценообразования на нефтяном рынке. Механизм арбитража устанавливает обратную связь – внебиржевые котировки влияют на биржевые. Более того, ценой исполнения в день окончания торгов по ближайшему контракту Brent на LIPE является цена так называемого Brent Index, который рассчитывается как взвешенное среднее по форвардным внебиржевым сделкам на два ближайших месяца (15-суточному Brent, см. Внебиржевой рынок) на день, предшествующий последнему торговому дню ближайшего фьючерса. Между тем добыча нефти на Северном море уже прошла свой пик, и доля Brent в общем объеме предложения сырой нефти неуклонно снижается. Соответственно сужается реальный рынок.

Ориентация мирового ценообразования на Brent приводит к тому, что рынок становится чрезмерно волатильным, подверженным различного рода манипуляциям. Широкою известность получил конфликт между американским НПЗ Tosco и дочерней компанией Mitsui – Arcadia Petroleum. В сентябре 2000 года Tosco подала в суд на Arcadia, обвинив ее и трейдера Glencore в сговоре и монополизации рынка, в результате которых цены на нефть подскочили более, чем на 3 долл. за баррель, а сама компания понесла значительные убытки. Ситуация развивалась следующим образом. Из-за технической приостановки добычи на некоторых месторождениях Северного Моря в сентябре ожидалось сокращение отгрузки с обычных 35-36 танкеров (по 500 тыс. барр.) до 22-24. Пользуясь ожидавшимся сжатием рынка, Glencore и Arcadia в августе начали агрессивно скупать 15-суточный Brent, заключив контракты на 18 судов. Это привело к тому, что до окончания торгов по сентябрьским фьючерсам в Лондоне (15-16 августа) их цена превысила стоимость аналогичного контракта в Нью-Йорке (см. рис. 5).

Рисунок 5. Динамика различных контрактов



Источник: Platt's, LIPE, NYMEX

Затем, как и положено при бэквардации, ближайший Brent на LIPE подешевел, тогда как 15-суточный продолжал расти. В день, когда он стал датированным (24-25 августа), скачок цены составил 2,71 долл. за баррель. В результате спекулятивной игры на повышение котировки Brent достигли максимума за последние 10 лет. В итоге конфликт между компаниями удалось уладить вне стен суда, однако проблема возможности манипулирования рынком осталась открытой.