Нефть: умеренный оптимизм в среднесрочной перспективе

10 декабря 2014

- Снижение цен 2014 года объективно, но усилено временными факторами. Цены вырастут уже в 2015 году, но их рост тормозит политика экспортеров
- Рост спроса в ближайшие годы не превысит роста добывающих мощностей. Впереди период сравнительно низких цен на нефть
- Существуют существенные риски резкого роста предложения нефти в ближайшие годы. Волатильность цен на нефть серьезно вырастет
- «Сланцевая революция» свершилась: это определяет тренд развития отрасли до 2020 года. Ценовая война уже начата
- Наибольший потенциал добычи сланцевой нефти – в России, но есть проблема с технологиями
- ОПЕК будет оставаться доминирующим игроком до 2020 года, страны бывшего СССР выйдут на второе место по объёму экспорта
- Согласованность политики ОПЕК будет снижаться, а споры внутри картеля - расти
- Развивающиеся страны, особенно азиатский регион, становятся главными для расширения спроса. Роль США и Европы снижается
- Секторальная структура спроса меняется медленно, возможности переключения между сортами нефти ограничены, что поддерживает дифференциал цены между ними
- Мировая экономика в целом выиграет от снижения цен на нефть

Снижение цен в 2014 году – неизбежная коррекция

Цены вырастут в 2015 году. Но насколько?

Мы считаем, что уже в 2015 году цены на нефть начнут восстанавливаться с текущих низких уровней. Ожидаемый рост спроса в следующем году мог бы вернуть цены к $85-90 за баррель, но политика ведущих экспортеров поддерживает излишки предложения нефти на рынке и сдерживает рост цен.

Падение цен на нефть во второй половине 2014 года на 35% стало самым значительным после кризиса 2008 года (см. график 1 ниже). Это падение во многом объясняется объективными факторами, но оно, по мнению большинства аналитиков, было усилено и временными факторами. Главным фундаментальным фактором стало изменение структуры рынка нефти, связанное со сланцевой революцией в США. Постепенное увеличение добычи нефти там

Падение 2014 года: фундаментальная коррекция, усиленная временными факторами…

оказывает все большее давление на мировые цены. Но этот тренд в течение последних лет маскировался другими событиями: ограничением экспорта Ирана в 2010г, «Арабской весной» в 2010-11гг, снижением ожиданий темпов роста мировой экономики в 2012-13гг. В 2014 же году падение приобрело новую силу, а целый ряд негативных временных факторов спровоцировал текущее «пике». Во-первых, снизилась политическая напряженность и ускорилась добыча (+1,5 мб/д, миллионов баррелей в день) в Ливии и Нигерии (премия составляла 5-6% цены). Вслед за ней последовала ликвидация спекулятивных позиций, эквивалентная сокращению спроса на 1,65 мб/д. Во-вторых, из-за аварии на НПЗ в Венесуэле спрос временно сократился на 0,65 мб/д. В-третьих, свой вклад (около 6%) внесло укрепление доллара к другим валютам из-за сворачивания программы количественного смягчения в США. Наконец, к временным факторам мы относим и выбор политики ОПЕК, отказавшегося сокращать добычу и решившего позволить рынку самостоятельно «поискать равновесие» в условиях сохраняющегося избытка предложения нефти. Поэтому консенсус-прогноз Bloomberg на 2015 год пока остается сравнительно высоким, $85-90 за баррель (см. таблицу 1 ниже), хотя радикально настроенные прогнозисты уже ждут $60. Такой разброс мнений в полной мере отражает текущую «турбулентность» на рынке. Процесс «нащупывания» нового уровня цен обещает быть интересным: резервы и реальная рентабельность производителей сланцевой нефти, а также бюджетная устойчивость стран-экспортеров станут понятны по завершению текущего «стресс-тестирования» на низкие цены на нефть.

… действие которых в 2015 году значительно ослабеет

После решения ОПЕК рынок, на наш взгляд, потратит не менее месяца-двух на поиск нового «равновесия». Но в начале 2015 года действие большинства негативных временных факторов значительно ослабеет, что позволит ценам несколько восстановиться. Кроме того, начнут закрываться наиболее дорогие месторождения в США. Запас надёжности, обеспеченный хеджированием, позволит им продержаться только 6-12 месяцев: хеджироваться на б**о**льший срок сложно и дорого. При этом рост цен

График 1. Эпизоды значительных (-10% и более) посткризисных снижений цен на нефть

Источник: Reuters

Таблица 1. Прогнозисты ждут возвращения к $90 за баррель уже в 2015 году

	2014	2015				2016
	4кв	1кв	2кв	3кв	4кв	1кв
Консенсус-прогноз	88	90	91	95	96	100
Форвардные цены	80	74	75	76	78	79

Источник: Bloomberg

может оказаться таким же стремительным, как и последнее падение. Но не добавятся ли новые сюрпризы на стороне предложения (например, восстановление экспорта из Ирака)? Именно поэтому мы ожидаем более умеренного роста цен на нефть в 2015 году до уровня $70-80 за баррель и скорого снижения консенсус прогноза на следующий год.

Тренд на снижение цены в реальном выражении

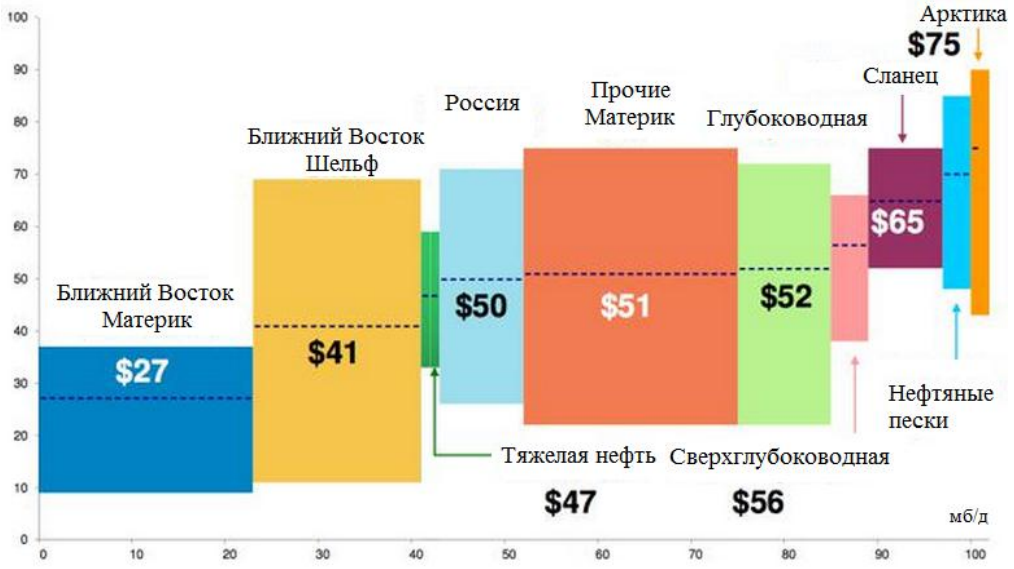
Спрос будет расти, но умеренными темпами

Сейчас ситуация со спросом на нефть выглядит несколько более предсказуемой и понятной. При среднем росте мировой экономики на 4%гг (прогноз МВФ на следующие 5 лет): рост спроса составит 1,2-1,3 мб/д ежегодно (см. таблицу 2 ниже). Это значит, что до 2018 года спрос не будет превышать предложение, и наиболее вероятен тренд на снижение цен на нефть в реальном выражении.

В среднесрочной перспективе эффект «сланцевой революции» в США пойдет на спад…

Фундаментальные факторы указывают на то, что с 2018 года вероятность роста цен значительно увеличится, так как пик добычи в США по текущим оценкам случится уже через 10 лет (см. график 4 ниже), и к 2018 году рост спроса начнет «съедать» эффект роста добычи в США. Даже с учетом неопределенности роста предложения рынок начнет реагировать на снижение добычи в США раньше, чем оно действительно начнет ограничивать рынки. Действительно, ситуация с ростом добычи нефти выглядит гораздо менее предсказуемой, чем ранее. На рисунке 1 мы приводим некоторый аналог кривой предложения, которая показывает, сколько баррелей нефти может быть произведено исходя из конкретных цен на нефть. В дополнение к этому, еще больше нефти может быть предложено из запасов.

Рисунок 1. Кривая себестоимости добычи нефти, долл/барр



Источник: Seadrill, Morgan Stanley Investment Research, IEA

…но предсказать скорость разворачивания событий сложно

Конечно, события могут разворачиваться быстрее и менять направление. Во-первых, месторождения в США могут начать закрываться быстрее, чем сейчас ожидается. Во-вторых, технологии развиваются быстро, и это может продлить жизнь сланцевым полям. В-третьих, может ускориться (или замедлиться) мировая экономика. Наконец, текущее бездействие ОПЕК не означает, что в определённый момент решение «отпустить цены в свободное плавание» не может быть пересмотрено, а выпуск снижен.

Таблица 2. Прогноз спроса и предложения до 2019 года

Мир, мб/д	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Спрос	92.8	94.2	95.5	96.8	98.0	99.1
Прирост		1.4	1.3	1.3	1.2	1.1
Добывающие мощности	97.7	99.4	101.2	102.8	104.0	105.0
Прирост		1.7	1.7	1.6	1.2	1.0

Источник: МЭА

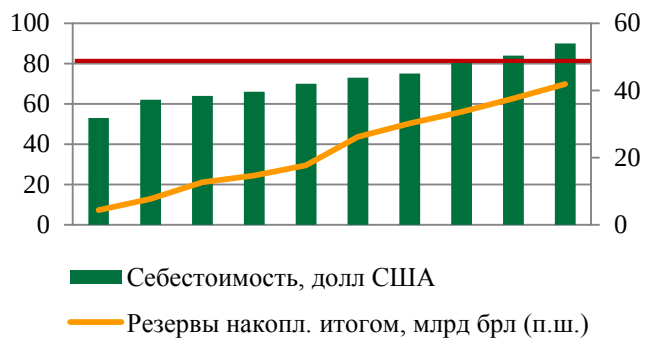
Прогноз предложения нефти

Технологии определяют всё: сланец vs. традиционная добыча

Производители сланцевой нефти используют бизнес-модель горнодобывающей отрасли

Производители сланцевой нефти работают по бизнес-модели горнодобывающей отрасли: небольшие капитальные затраты, большие операционные (до 50% от капитальных). Здесь уместна аналогия с угольной отраслью. Так, в угольной отрасли ежегодные операционные затраты составляют около 30-40% от капитальных. Из-за высоких операционных затрат сланцевое производство гораздо чувствительнее к колебаниям цен на нефть. Культура хеджирования весьма распространена среди нетрадиционных производителей, что смягчает эффект. Но на горизонте 6-12 месяцев периода низких цен на нефть именно сланцевые производства будут закрываться первыми. Сланцевая нефть, по-прежнему, одна из самых дорогих в мире (см. график 5 на стр.8). По текущим оценкам, цена в $80 за баррель сохранит рентабельность добычи в США, но уже при цене в $70 за баррель многие месторождения придется закрыть (см. таблицу 3 ниже).

График 2. $80 за баррель оставит большинство сланцевых месторождений США рентабельными



Источник: Wood Mackenzie

Таблица 3. Себестоимость добычи сланца на крупнейших сланцевых месторождениях США

Месторождение	Цена
Eagle Ford Liquids Rich	53
Wolfcamp North Midland	57
Bakken Core	61
Niobrara Extension	64
Eagle Ford Oil	65
Niobrara Core	68
Wolfcamp South Midland	75
Bakken Non Core	75
Texas Panhandle	81
Mississippi Lime	84
Barnett Combo	93

Источник: Robert W. Baird & Co, Reuters

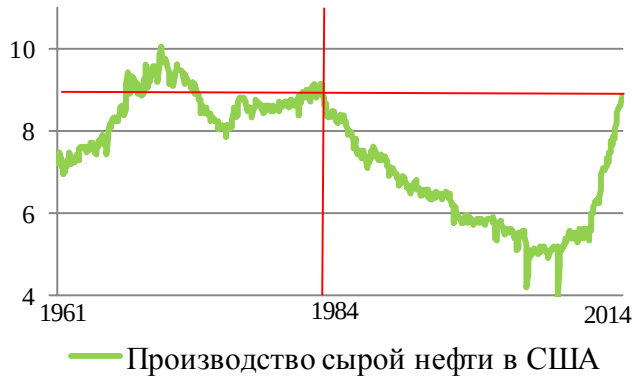
Технология горизонтального гидроразрыва сделала возможной «сланцевую революцию»

О сланцевой революции в США начали говорить ещё до кризиса. Но тогда многие эксперты относились к новостям из Северной Америки, как к очередной дутой сенсации, проекту-пузырю, жизнеспособность которого поддерживалась исключительно государственными субсидиями. Скептиков можно было понять: большинство «прорывных технологий» заканчивают жизнь на полках и под сукном из-за неспособности конкурировать по издержкам с традиционной нефтедобычей. Революция началась в 2003 году, когда технология горизонтального бурения была объединена с технологией гидроразрыва. После этого понадобилось 5 лет, чтобы выйти на необходимый уровень рентабельности, и ещё 5 лет, чтобы довести добычу в США до уровня 1984 года (см. график 3 ниже). Успех сланцевой нефти во многом определила структура издержек, принципиально отличающаяся от традиционной добычи.

В традиционной добыче капитальные расходы в разы больше операционных, что имеет много следствий

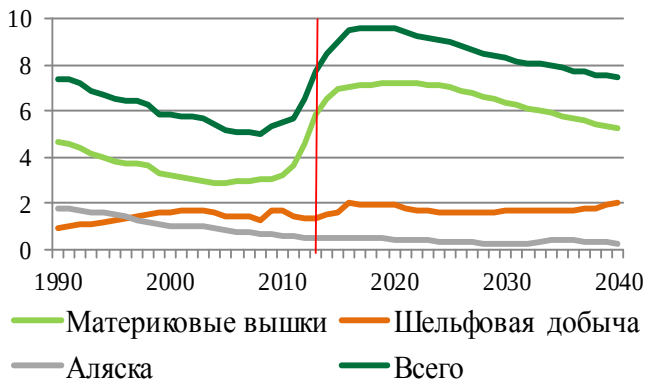
Традиционная добыча требовала и требует больших капитальных вложений в геологоразведку и строительство скважин. Но после окончания строительства операционные затраты (персонал, поддержание давления в скважине, прокачка по трубопроводам и т.д.) сравнительно малы, а срок жизни месторождений долог – около 20 лет. Такая структура издержек породила несколько специфичных для нефтяной отрасли особенностей. **Во-первых**, производители могут почти безболезненно включать/выключать производственные мощности. Это фактор гибкости предложения создаёт значительную неопределённость в потенциальных объёмах предложения на рынке. Кроме того, есть и запасы, которые могут в любой момент быть предложены рынку, и эти запасы стали просто огромными. Например, порядка 45 млн баррелей составляет объём плавающей на танкерах нефти (так называемый floating storage). **Во-вторых**, большие невозвратные капитальные издержки традиционной добычи создают значительную инертность в объемах производственных мощностей. Поэтому внимание рынка приковано в большей степени не к новым скважинам, а к потенциальному увеличению выпуска на существующих. По той же причине традиционные месторождения при снижении цен закрываются в последнюю очередь. **В-третьих**, горизонт планирования отрасли

График 3. Сланцевая нефть позволила США вернуться к пикам добычи 1984 года (мб/д)



Источник: EIA

График 4. По прогнозу EIA добыча в США достигнет максимума уже в 2020 году (мб/д)



Источник: EIA

растягивается на десятки лет. Этим объясняется более «спокойное» отношение к волатильности доходов. Традиционные производители почти не прибегают к хеджированию доходов, чем сильно контрастируют с нетрадиционными производителями.

…но сланец оказался сильным конкурентом

Пока сланцевые технологии в нефтедобыче широко распространены только в США и Канаде. Это стало возможно благодаря заинтересованности владельцев земли, наличию необходимой экспертизы, источников финансирования, готовой инфраструктуре и доступности воды для гидроразрыва. Комбинация этих факторов вкупе с государственной поддержкой позволила производителям сланцевой нефти за несколько лет обеспечить 90% прироста американской добычи. Кроме того, за счёт эффекта масштаба эти месторождения теперь остаются рентабельными даже при цене на нефть ниже $80 за баррель. Но это все равно существенно выше, чем у традиционных месторождений, а срок жизни сланцевых проектов составляет всего 3-5 лет.

Сланцевая нефть в мире: технологическая проблема

Наибольший потенциал добычи сланцевой нефти – в России

По оценкам EIA запасы сланцевой нефти в мире в 5 раз превышают американские. Но в силу труднодоступности, отсутствия инфраструктуры, законодательной базы, недовольства местного населения добыча в других странах не вышла на промышленные масштабы. При этом наиболее перспективной страной для развития добычи сланцевой нефти является Россия. Оцененные запасы составляют 75 млрд баррелей, что на треть больше американских (оценка EIA). Местоположение в Западной Сибири, отличающейся низкой плотностью населения и наличием определенной инфраструктуры, создает преимущества. Единственный барьер – отсутствие технологий, химикатов и бурильных установок. В условиях санкций разрабатывать эти технологии России придется самостоятельно, преодолевая стереотипы традиционных производителей нефти. Этот процесс обещает быть долгим.

Лидеры экспорта в географическом разрезе: ОПЕК и экс-СССР

Структура мирового экспорта в ближайшие годы не изменится

Структура мирового экспорта нефти в ближайшие годы существенно не изменится. ОПЕК останется главным игроком. Россия, если удастся реализовать амбициозные проекты увеличения добычи, поднимет страны бывшего СССР на второе место по объему экспорта.

Мировой экспорт нефти продолжит расти

Глобальное предложение, по прогнозу Международного Энергетического Агентства, вырастет на 9 мб/д до 105 мб/д к 2019 году (в среднем 1,5 мб/д в год). При этом объёмы торговли сырой нефтью в 2013-19 годах сократятся на 1,1 мб/д (до 34 мб/д), но произойдёт это лишь из-за увеличения глубины переработки в США и на Ближнем Востоке. А поставки приобретут ярко выраженный восточный вектор, импорт в Азию вырастет на 2,8 мб/д (на 14%).

Африка уступит долю рынка странам бывшего СССР

Африканский экспорт будет стагнировать на уровне 6,3 мб/д, поэтому Африка будет уступать свою долю в мировом экспорте. Она сократится до 19% к 2020 году. Уже с этого года она уступит второе место в мировом экспорте странам бывшего СССР (Россия, Казахстан, Азербайджан). Благодаря планам увеличения добычи, их доля вырастет с текущих 18% до 20% в 2019-м (ещё один процентный пункт будет «откушен» у стран Латинской Америки).

В России и Казахстане добыча вырастет, а в Азербайджане – снизится

В России сохранение уровня добычи обеспечит замещение добычи на старых месторождений вводом новых. А также благодаря совместным проектам с иностранными компаниями (в случае их реализации, т.к. на данный момент самые перспективные проекты в Карском море пока заморожены), изменению налогового кодекса в части стимулирования разработки нетрадиционных месторождений (например, в группе нефтесодержащих пластов Баженовской свиты). В Казахстане основной прирост добычи (порядка 0,2 мб/д) обеспечит шельфовое месторождение Кашаган. Однако тут есть риск новых отсрочек выхода на запланированные объемы производства, что уже случалось в последние годы. Наконец, в Азербайджане добыча, напротив, снизится (на 0,1 мб/д) из-за выработки их крупнейшего месторождения.

Ближний Восток останется главным источником нефти…

Ближний Восток останется основным мировым экспортёром, однако его доля в мировом экспорте к 2020 году сократится до 47% (сейчас 49%), в том числе за счёт увеличения глубины переработки в странах региона. Экспорт к 2019 году сократится на 0,9 мб/д до 16,1 мб/д. Это самое большое абсолютное сокращение из ожидаемых среди основных экспортёров.

…а Саудовская Аравия продолжит «задавать тон» в ОПЕК

Определяющее значение в ОПЕК продолжит играть Саудовская Аравия. На текущий момент в ней сосредоточены 3 из 5 мб/д свободных мощностей ОПЕК. Именно Саудовская Аравия обеспечила снижение добычи ОПЕК в кризис 2008-09 годов и увеличивала добычу во время перебоев из-за арабской весны. Именно Саудовская Аравия начала активную борьбу за сохранение доли рынка, убедив ОПЕК не снижать добычу в ноябре 2014 года. Именно Саудовская Аравия, накопившая огромные резервы, может позволить долгосрочную (1-2 года) политику выдавливания с рынка нетрадиционных производителей нефти.

Риски экспортеров нефти: бюджет и политика

Падение цен станет испытанием для всех экспортеров нефти

В большинстве стран-нефтеэкспортеров бюджетная дисциплина в последние годы ухудшалась, зависимость от нефтяных доходов выросла (см. таблицу 4 ниже). Части стран (Саудовской Аравии, ОАЭ, Кувейту и Катару) удастся сгладить шок от падения цен на нефть за счет резервных фондов. Остальным нужно готовиться к тому, что бюджетные проблемы очень быстро могут трансформироваться во внутренние и политические.

Низкие цены на нефть усилили проблемы слабой бюджетной дисциплины

Несмотря на то, что рынок нефти, по-прежнему, остаётся рынком продавцов, возможности варьирования предложения у стран-нефтеэкспортеров в последние годы существенно снизились. Лишь у трёх стран (ОАЭ, Катар, Кувейт) бюджет в 2015 году балансируется при цене ниже $80 за баррель. Остальным же (см. таблицу 4 ниже) не хватает и $100 за баррель. Другими словами, падающая цена на нефть лишь усилила проблемы, вызванные слабой бюджетной дисциплиной нефтеэкспортеров. Если цены нефть останутся на уровне $60-70 за баррель, многим странам не хватит резервных фондов и на пару лет. Мы ожидаем резкого обострения дискуссий в ОПЕК. Саудовская Аравия может встретить более агрессивную оппозицию своей политике уже на июньской встрече картеля. А чем менее предсказуема политика – тем выше колебания цен.

… даже в Саудовской Аравии

Отличная иллюстрация снижения бюджетной дисциплины – сама Саудовская Аравия. Ещё в 2012 году цена, балансирующая бюджет, составляла $78, в 2013-м уже $89, в 2014-м $98, а бюджет на следующий год подразумевает $106 долл за баррель. Однако ее резервный фонд (SAMA) достаточно велик и составляет около 100% ВВП, т.е. она может позволить себе жить с 10% дефицитом бюджета 10 лет, и в ближайшие несколько лет вопрос бюджетной дисциплины для нее стоит не так остро, как для других стран ОПЕК.

Ирак – главный источник роста и неопределенности…

Именно на Ближнем Востоке сохраняются самые большие политические риски для стороны предложения нефти. Почти весь потенциал роста (+6,2 мб/д) ОПЕК приходится на Ирак и африканские страны. Главный фокус сейчас – Ирак. С одной стороны, наращивание экспорта нефти критически необходимо правительству для восстановления разрушенной войной инфраструктуры. С другой стороны, нельзя игнорировать военный конфликт с ИГИЛ, имеющий все шансы стать затяжным.

…а в Нигерии бюджетные проблемы быстрее всего превратятся в политические

В Нигерии, ставшей в 2014 году крупнейшей африканской экономикой, продолжаются беспорядки. Страна субсидирует стоимость топлива в стране, поэтому коррупция и контрабанда распространены очень широко. От того, удастся ли нигерийским властям успокоить ситуацию в стране, будет зависеть и

Таблица 4. Цена, балансирующая бюджет в странах-экспортёрах, постоянно растёт

	2011	2012	2013	2014	2015
100 и выше	5	7	8	8	10
От 80 до 100	4	0	3	2	0
Ниже 80	4	6	2	3	3

*Алжир, Бахрейн, Иран, Ирак, Кувейт, Ливия, Оман, Катар, Россия, Саудовская Аравия, ОАЭ, Венесуэла, Йемен

Источник: Reuters, МВФ

График 5. Сланцевая нефть, по-прежнему, остаётся одной из самых дорогих

Источник: Robert W. Baird & Co, Reuters

стабильность поставок.

И в отказ от ядерной программы Ирана мы не верим

Снятие санкций с Ирана в ближайшие годы представляется нам маловероятным: ядерная программа является для Ирана принципиальным политическим вопросом. Тем не менее, если санкции решат ослабить, масштаб потенциального увеличения предложения нефти огромен: иранские власти заявляют о готовности нарастить добычу на 4 мб/д.

Будущее предложения определит ценовая война

Риск увеличения добычи выше, чем снижения…

Риски разнонаправлены, оценить вероятность политических исходов сложно. Но, определенно, потенциал увеличения добычи выше, чем снижения. Другими словами, даже с учётом традиционной переоценки возможностей добычи, предложение нефти может расти быстрее, чем на 1,5 мб/д, оказывая ещё большее давление на цены вниз.

… и ценовая война за передел рынка неизбежна

Поэтому мы считаем, что ближайшие несколько лет пройдут под флагом борьбы между ОПЕК и американскими производителями за долю нефтяного рынка. Причём одних лишь ожиданий борьбы будет достаточно для того, чтобы значительно увеличить волатильность на рынке. Только результатом последнего решения ОПЕК 27 ноября стало падение цены на 6% за один день. Сейчас мы наблюдаем только первый эпизод этой войны за долю рынка, который был спровоцирован снижением темпа роста спроса (всего +0,7%гг в 2014 году). Второй эпизод развернется уже в следующем году и связывается с началом масштабного экспорта нефти из США. Завершение этого «революционного» цикла и переход к новому равновесию рынка, в котором сланцевые производители станут уже традиционными, понятными и привычными для всех участников, стоит ожидать только к 2018 году. А еще один качественный этап ждет нас в 2020-25 годах: его мы связываем с началом сокращения добычи в США.

Спрос на нефть: возвращение к росту

Спрос на нефть мало реагирует на цены

В краткосрочной перспективе рынок может балансироваться при любой цене нефти, от $30 до $130 долларов за баррель, т.к. краткосрочная эластичность спроса на нефть по цене очень низка. По оценке МВФ, даже в долгосрочной перспективе снижение цен на 10% приводит к увеличению спроса лишь на 0,5-0,7%.

…но сильно реагирует на темпы экономического роста

Краткосрочная эластичность спроса по ВВП выше на порядок. В краткосрочной перспективе рост ВВП на 1% приводит к росту спроса на 0,7%, а долгосрочной – на 0,3%. И в развивающихся странах эффект сильнее из-за большей индустриализации и большей энергоёмкости. Поэтому в ближайшие годы спрос на сырую нефть будет расти, в основном за счет развивающихся рынков, особенно

азиатского. Вклад в рост стран ОЭСР будет меньше, в том числе благодаря инвестициям в энергосберегающие технологии.

Вклад спроса Европы и США уменьшается

Спрос в развитых странах снижается

Крупнейшим потребителем нефти в мире являются США (~19 мб/д), за ним следуют европейские страны (~14 мб/д). Спрос развитых стран имеет несколько особенностей, характерных для постиндустриальных экономик. **Во-первых**, вместе с меняющейся демографической структурой снижается потенциальный уровень роста экономики (по прогнозам, численность трудовых ресурсов в ЕС стабилизируется на текущих уровнях) и темп роста валового потребления энергии. **Во-вторых**, снижающийся уровень индустриализации приводит к меньшей энергоемкости производства: рост экономики не так сильно влияет на спрос на нефть. **В-третьих**, велика значимость энергоэффективных технологий и экологически чистого производства. Сейчас на программы энерго-эффективности ЕС тратит до €30 млрд в год, разрабатывая альтернативные источники энергии. На эти источники уже приходится около 10% энергетического баланса, и их доля продолжит расти. Таким образом, вся совокупность факторов говорит о том, что в ближайшие годы рост спроса в Европе и США будет замедляться, а при реализации негативного сценария экономического развития еврозоны, даже прекратится совсем.

… поэтому к 2019 году развивающиеся обгонят их по объему импорта

К 2019 году на рынке нефти произойдёт важное структурное изменение. Импорт стран ОЭСР снизится на 4,2 мб/д до 16,4 мб/д, а импорт остальных стран вырастет на 3 мб/д до 17,6 мб/д. Таким образом, развивающиеся страны к 2019 году обгонят развитые по объему импортируемой нефти. Сейчас на страны, не входящие в ОЭСР, приходится 41% импорта; в 2019 году их доля вырастет до 52% (см. график 8 ниже).

Запасы США мало влияют на цены и спрос (против стереотипов)

Стратегических запасов США хватит, чтобы жить 3 месяца без импорта нефти

Запасы добытой сырой нефти США составляют более 1 млрд баррелей, 67% из которых – государственные Стратегические Нефтяные Запасы (SPR, Strategic Petroleum Reserves). SPR используются в случае физической нехватки нефти на рынке США. МЭА рекомендует своим членам держать в запасах нефти на замещение импорта в течение 3 месяцев, в США их сейчас – на 93 дня.

… но используются они только в экстренных случаях и мало влияют на мировой рынок

Величина запасов в SPR важнее для американского, нежели чем мирового рынка нефти. Продажа на рынок или аренда нефти из них проводились только в экстренных случаях: при урагане Катрина, авариях на НПЗ, ливийском кризисе 2011 и т.д. Эта «подпитка» стабилизировала внутренние цены (сорта WTI), не приводя к существенным изменениям на мировых площадках (сорт Brent, см. график 7 ниже).

При этом необходимо учитывать, что даже в самом экстремальном сценарии инфраструктура позволит выкачивать нефть из запасов со скоростью 4,4 мб/д. (7 месяцев для полного исчерпания). Для сравнения, резервные мощности Саудовской Аравии – около 3 мб/д, но разведанные резервы – 250 млрд баррелей.

Китай станет главным мировым импортером

Спрос Китая будет замедляться так же, как и рост экономики…

Китай – один из крупнейших потребителей и импортеров нефти, и его роль на рынке только растет: по итогам этого года Китай может обойти США по объему нефтяного импорта. Его доля в мировом потреблении – порядка 12% (~10,7 мб/д), она увеличивается, хотя и замедляющимися темпами. Есть два основных фактора замедления роста спроса на нефть. Во-первых, это снижение темпов экономического роста – с 9% за последние 5 лет до прогнозных 7% в будущую пятилетку. Во-вторых, энергоемкость экономики будет снижаться из-за роста доли услуг в ВВП (сейчас это 46%: +5пп к 2006 году). Также власти Китая предпринимают попытки повышения энергоэффективности и снижения выбросов в окружающую среду.

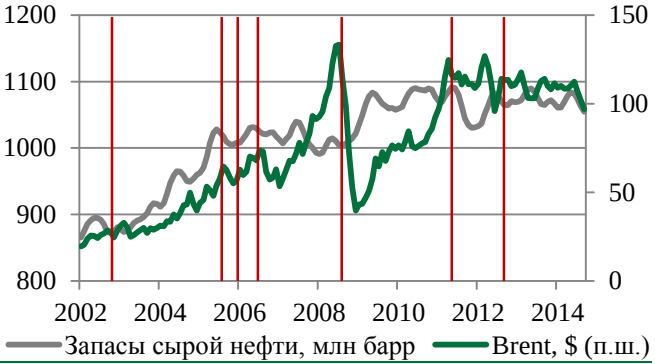
…, а правительство будет бороться за сокращение энергоемкости

Заявленная властями цель – снижать энергоемкость экономики темпом 3% в год до 2015 года – выполняется автоматически по мере перестройки экономики, а также благодаря дополнительным мерам по развитию энергосберегающих технологий, особенно в транспортной сфере. Так, параллельно с увеличением импорта газа из России и США, меняется и структура внутреннего спроса. В 2012 году Китаем было закуплено около полумиллиона единиц общественного транспорта на газовых двигателях (взамен дизельных). Быстрых изменений структуры автопарка личного транспорта ждать не стоит, так как срок использования автомобиля составляет около 15 лет, что выходит за горизонты рассмотрения данного обзора. Однако в отдаленной перспективе практически неизбежно усиление контроля над энергопотреблением населения Китая, составляющего 1,4 млрд чел. Уже сейчас в больших городах введены квоты на выдачу номерных знаков, а уровень нормативных требований к энергоэффективности и экологичности технологий повышен. В динамично развивающемся Китае самое маленькое

График 6. Стратегические запасы гораздо больше рыночных (%)…

Источник: EIA

График 7. …но и их использование (красные линии) мало влияло на нефтяные цены на мировом рынке



Источник: EIA

среди больших экономик мира число автомобилей на душу населения, 54 на 1000 человек. Даже в ЮАР, стране с близким уровнем ВВП на душу населения, этот показатель в два раза выше. Это значит, что спрос на авто может резко вырасти, что принудит власти Китая активнее сдерживать рост личного автотранспорта.

Секторальная структура спроса меняется очень медленно

Транспортный сектор будет главным потребителем

Самое крупное направление потребления в секторальном разрезе – транспортный сектор (~50,4 мб/д, или ~55% мирового спроса). Причем подавляющая часть топлива идет на автомобильный транспорт – это бензин и дизельное топливо. Доля последнего постепенно растет благодаря высокому КПД дизельных двигателей. Для европейских потребителей дополнительным фактором являются меньшие, по сравнению с бензином, ставки налогов на дизель. Но изменение структуры потребления топлива не может произойти быстро: мощности НПЗ устроены таким образом, что на перенастройку на другой тип нефти может уйти несколько лет.

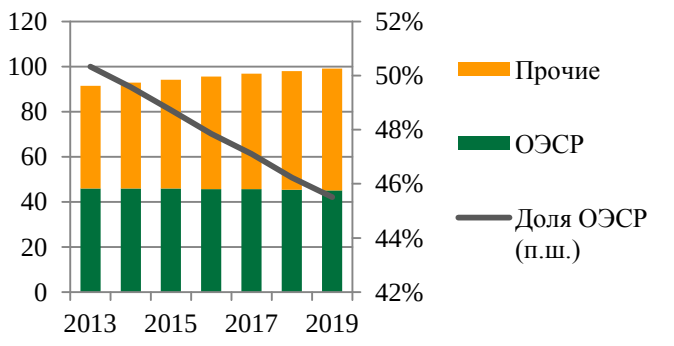
Вид топлива имеет значение

Важным аспектом потребления сырой нефти в автомобильной отрасли является малая взаимозаменяемость тёмных и светлых сортов при производстве бензина и дизеля (см. график 10 ниже). В Европе популярнее дизельные двигатели, т.к. они до недавнего времени считались более экологически чистыми. В США – бензиновые. Производить дизель из светлых сортов нефти (например, WTI) сложнее (меньше выход), чем из Urals и Brent. Перестройка НПЗ возможна, но инертность состава автомобильного парка делает эту процедуру довольно бессмысленной. На наш взгляд, это одно из самых важных ограничений на стороне спроса. Оно в значительной мере определяет возможность переключения между сортами нефти в среднесрочной перспективе.

Нефтехимия – на втором месте, но её значимость растёт

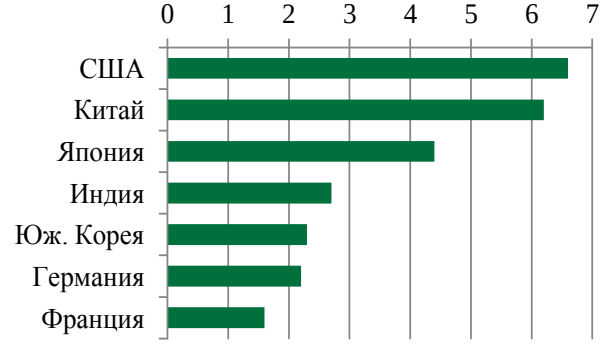
Порядка 10% топлива используется в нефтехимическом производстве, а после этого – для нужд производства одежды, строительства, электроники и т.п. Использование нефти вне энергетического сектора активно растет и, вероятно, продолжит вносить вклад в рост мирового спроса. А вот для производства электроэнергии нефть и нефтепродукты достаточно мало используются из-за их дороговизны. В итоге примерно по 5%

График 8. Мировой спрос на нефть, мб/д, и доля ОЭСР



Источник: МЭА

График 9. Топ стран-импортеров нефти в 2013г, мб/д



Источник: EIA

мирового спроса приходится на производство электроэнергии и потребление домохозяйств.

Макроэкономические последствия снижения цен

Экспортеров ждут испытания (хотя системные эффекты маловероятны)

Как отреагирует мировая экономика на более низкий уровень цен? Для стран-экспортеров это, очевидно, станет вызовом. Сократится экспортная выручка, замедлятся экономики, многие политические обещания станет нечем финансировать. Но для многих бюджетов стран-экспортёров цена в 80 долл за баррель остается достаточно комфортной, поэтому системных эффектов в мировой экономике мы не ожидаем.

...а импортеров – ускорение экономического роста

Для стран-импортёров снижение цен на нефть будет означать долгосрочное снижение издержек, т.е. рост их конкурентоспособности. Снижение цен на $20 по оценке ОЭСР ускорит рост стран ОЭСР на 0,4пп за 2 года. С другой стороны, снижение цен в энергетике окажет мощный дефляционный эффект, который усложнит жизнь центральных банков стран, находящихся в ловушках ликвидности. Например, ЕЦБ в еврозоне уже 14 месяцев не может поднять инфляцию даже до 1%гг. И дефляционный эффект текущего снижения цен энергетических товаров усугубит ситуацию.

При этом суммарный эффект для мировой экономики будет положительным

В целом, эффект для мировой экономики будет положительным. Склонность к сбережениям у компаний ниже, чем у населения, поэтому перераспределение доходов от производителей к потребителям увеличит спрос, а вместе с ним и темпы роста мировой экономики. По оценке МВФ, снижение цен на $10 ускорит рост мировой экономики на 0,2пп в год.

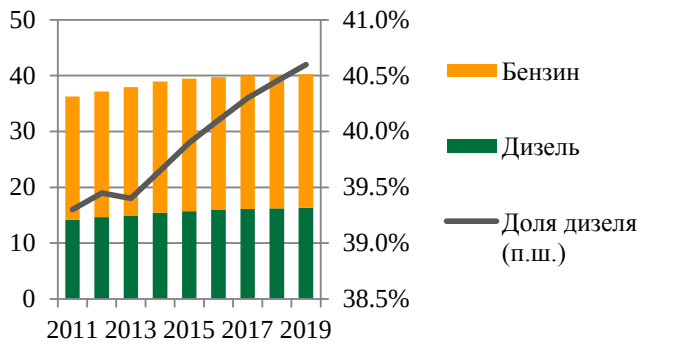
Дешевая энергия может задать новый вектор глобального развития...

Снижение цен на энергоносители может задать новый вектор глобального развития. Предыдущие десятилетия основной причиной перемещения производств была стоимость рабочей силы. Именно на дешёвых работниках была основана экспортно-ориентированная модель роста Юго-Восточной Азии и, в частности, Китая. За последние годы разрыв в стоимости трудовых ресурсов значительно сократился. В некоторых отраслях начался процесс возвращения производств в США. Новый «энергетический ландшафт» может ещё больше ускорить эту тенденцию. Главными

Таблица 5. Основные факторы конкуренто-способности в ближайшее десятилетие

		Рабочая сила	
		Дешевая	Дорогая
Энергия	Дешевая	Африканские страны	США, Канада
	Дорогая	Китай, Индия, Бразилия	Европа, Россия, Япония

График 10. Спрос автомобильного транспорта, доля дизеля



Источник: МЭА

бенефициарами сланцевой революции, конечно, станут США и Канада, на которых сейчас приходится более 2/3 мировой добычи сланцевой нефти. Умеренный рост издержек на труд в сочетании со значительным удешевлением энергии и отличным инвестиционным климатом создают большие стимулы для размещения в них капиталоёмких производств. Учитывая современную мобильность капитала, это может произойти уже в течение нескольких лет.

… и новый виток борьбы за конкурентоспособность

Главными неудачниками «энергетической революции» могут стать страны, в которых высокая стоимость труда будет сочетаться с высокими ценами на энергоресурсы. В первую очередь это касается Японии, отказавшейся после Фукусимы от атомной энергетики в пользу газовой, и европейских стран, активно субсидирующих возобновляемые источники энергетики. Россия, к сожалению, также рискует попасть в указанную группу (см. таблицу 5 выше).

Выводы

Цены вырастут в 2015 году, но избыточное предложение сохранится

Снижение цен в 2014 году обеспечили как фундаментальные, так и временные факторы. После «отыгрыша» временных и сезонных эффектов, цены на нефть поднимутся до $70-80 за баррель. Но давление на цены (в реальном выражении) сохранится, пока будет расти добыча в США. Снижение цен в среднесрочной перспективе по сравнению с прошлым десятилетием до нового «равновесного уровня» – объективная реальность. Рост спроса, по крайней мере, в ближайшие годы, не превысит роста добывающих мощностей. При этом мы видим политические риски на стороне предложения (Иране, Ираке, Ливии, Венесуэле, Мексике, России). Это значит, что свойственная ценам на нефть волатильность не уменьшится, а только вырастет.

ОПЕК останется лидером отрасли

Доля ОПЕК в мировом экспорте к 2019 году снизится до 47%, но потенциал варьирования мощностей позволит сохранить доминирующую позицию на рынке и в среднесрочной перспективе. Второе место по объёму экспорта перейдёт от африканских стран к странам бывшего СССР (Россия, Казахстан, Азербайджан).

Сланцевая революция определит развитие рынка в следующее десятилетие

Сланцевая революция свершилась. Заключительным этапом станет строительство инфраструктуры для экспорта сланцевой нефти. Процессы добычи отлажены, и цена нефти, сохраняющая добычу рентабельной, опустилась (в среднем) до $65 за баррель. Нефть традиционных месторождений получила полноценного конкурента на горизонте до 2020-2025 года. После этого начнётся падение добычи в США и новый этап развития рынка. Но изменение технологий может отсрочить этот момент.

Мировая экономика выиграет от снижения цен

Мировая экономика в целом выиграет от снижения цен на нефть. Ускорение при снижении цен на $10 может составить до 0,2пп в год. При этом страны, которые успеют первыми (после США и Канады) воспользоваться «сланцевым дивидендом» имеют большие шансы на ускорение в среднесрочной перспективе за счёт снижения издержек и притока капиталоёмких производств.

Обзор подготовили

Юлия Цепляева	Директор ЦМИ	YVTseplyaeva@sberbank.ru
Николай Фролов	Главный аналитик	NikVFrolov@sberbank.ru
Алексей Киселев	Ведущий аналитик	AVKiselew@sberbank.ru
Геннадий Андрианов	Стратег по товарно-сырьевым рынкам Сбербанк КИБ	Guennadi_Andrianov@sberbank-cib.ru

По всем возникающим вопросам можно обратиться по телефону ЦМИ (495) 747–38–79 или по указанной выше электронной почте.

Стандартная оговорка об ограничении ответственности, в обязательном порядке прилагаемая ко всем аналитическим продуктам.

Отказ от ответственности

Данные, приведенные в настоящем документе, не являются рекомендацией о вложении денег. Информация предоставлена исключительно в ознакомительных целях. Любая информация, представленная в настоящем документе, носит ознакомительный характер и не является предложением, просьбой, требованием или рекомендацией к покупке, продаже, или предоставлению (прямому или косвенному) ценных бумаг или их производных. Продажа или покупка ценных бумаг не может осуществляться на основании информации, изложенной в настоящем документе, и указанных в нем цен. Информация, изложенная в настоящем документе, не может быть использована в основе какого-либо юридически связывающего обязательства или соглашения, включая, но не ограничиваясь обязательством по обновлению данной информации. Она не может воспроизводиться, распространяться или издаваться любым информируемым лицом в целях какого-либо предложения, мотива, требования или рекомендации к подписке, покупке или продаже любых ценных бумаг или их производных. Будет считаться, что каждый, получивший информацию, провел свое собственное исследование и дал свою собственную оценку перспектив инвестиций в инструменты, упомянутые в настоящем документе. Сбербанк России не берет на себя никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки, затраты или ущерб, понесенные в связи с использованием информации, изложенной в настоящем документе, включая представленные данные. Информация также не может быть рассмотрена в качестве рекомендации по определенной инвестиционной политике или в качестве любой другой рекомендации. Информация не может рассматриваться как обязательство, гарантия, требование, обещание, оферта, рекомендации, консультации и т.д.

Банк не должен нести ответственность за последствия, возникшие у третьих лиц при использовании информации, изложенной в настоящем документе. Банк в праве в любое время и без уведомления изменять информацию, изложенную в настоящем документе. Третьи лица (инвесторы, акционеры и пр.) должны самостоятельно оценить экономические риски и выгоды от сделки (услуги), налоговые, юридические, бухгалтерские последствия, свою готовность и возможность принять такие риски. Банк не дает гарантии точности, полноты, адекватности воспроизведения информации третьими лицами и отказывается от ответственности за ошибки и упущения, допущенные ими при воспроизведении такой информации. Информация, изложенная в настоящем документе, не может быть интерпретирована как предложение / оферта или как рекомендация / консультация по инвестиционным, юридическим, налоговым, банковским и другим вопросам. В случае возникновения потребности в получении подобных консультаций следует обратиться к специалистам.