

A la guerre comme a la guerre

В 2025 г. нас ждет реинкарнация ценовой войны на рынке нефти и падение цен одной до 40 \$/бар. Это война будет агрессивнее, чем в 2014-2016 гг., из-за распада пакта «ОПЕК+» и мультиплицирующего «эффекта Трампа».

Пока рынок нефти балансирует между страхами сокращения спроса из Китая, «зеленой повесткой» и способностью ОПЕК+ ограничивать добычу. Благодаря инициативе С. Аравии удастся удерживать рынок в относительно стабильном положении с запасами в развитых странах чуть ниже 5-10 летних средних и ценой около 80 \$/бар. Однако выходит это все снова в пользу американских сланцевиков, как и в 2012-14 гг.

Очевидно, что при «Drill, baby, drill» Трампе экспансия сланцевиков на глобальные рынки только усилится – в свой первый срок он требовал от Китая покупать нефть из США на \$52.4 млрд. С учетом слабых ожиданий по мировому спросу на нефть у С. Аравии и РФ есть лишь два выхода: отдать долю рынка США, но сохранить цены около 70 \$/бар. или успеть похоронить сланцевые инвестиции за счет резкого падения цены к 40 \$/бар. Вероятно, что принц Салман снова попробует второй вариант, благо он может надеяться на бо'льшую слабость остальных игроков, чем в 2014-16 гг.

Текущая диспозиция основных «армий»:

- 1) **США** – сланцевая революция позволила им стать главной страной-бензоколонкой с 13.4 мБ/Д (млн. баррелей в день) добычи и 3.5-5 мБ/Д экспорта (+4 мБ/Д экспорта нефтепродуктов). Полностью рыночный сектор нефтяных компаний с широким разбросом себестоимости сланцевой добычи от 40 до 80 долл./бар. Имеют минимальное налоговое бремя, а зависимость экономики и бюджета США от сектора умеренная.
- 2) **С. Аравия** – после пандемии осознанно отдала роль мирового лидера для балансировки рынка. Добывают 9 мБ/Д при 12 мБ/Д доступных мощностей. Экспорт также упал за время действия «пакта ОПЕК+» с 7.5 до 5.5-6.0 мБ/Д. Одна из самых низких себестоимостей добычи – 20\$/бар, но очень высокая зависимость экономики и бюджета от сектора. Монополия одной компании, Saudi Aramco. Балансировка бюджета прикратно более высокой цене нефти – 90 \$/бар.
- 3) **Россия** постепенно выходит на заявленные в «пакте ОПЕК+» уровни добычи и экспорта, чему способствуют и западные санкции. Добыча опустилась до 9 мБ/Д (9.7 мБ/Д по версии американского Минэнерго) при 11 мБ/Д мощностей, а экспорт сырой нефти до 3.5-4 мБ/Д в 2024 г. Экспорт нефтепродуктов также сократился умеренно, несмотря на европейского рынка – до 1.9-2.2 мБ/Д Гибридная форма рынка с крупными госкомпаниями и частными игроками разного размера. Себестоимость 54 \$/бар (\$35 для восточносибирской нефти). Бюджет РФ балансируется при цене Urals в 60 \$/бар (\$68 за Brent) – ниже, чем у большинства партнеров по ОПЕК+.
- 4) **Иран** – не участвует в квотах ОПЕК+, т.к. давно под санкциями Трампа (он в 2018 г. в одностороннем порядке отменил «ядерную сделку» Ирана). За президентство Байдена Иран восстановил добычу до 3.36 мБ/Д при оценке мощностей в 3.83 мБ/Д и официальном экспорте около 1.5 мБ/Д. Монополия госкомпаний – НОС. Себестоимость добычи одна из самых низких, 26 \$/бар. Но очень высокая требуемая для бюджета цена – 125 \$/бар.
- 5) **Остальные крупные игроки** (Бразилия, Нигерия, Мексика) имеют свои особенности и проблемы, преимущественно добывают с высокой себестоимостью и на месторождениях с низкой способностью регулировать добычу. В нефтяных войнах они обычно становятся «жертвами среди мирного населения»

При такой диспозиции направление первого удара придет из США, которые при Трампе снимут все ограничения на добычу и экспорт сланцевой нефти и одновременно введут агрессивный санкционный режим против Ирана и Венесуэлы, пытаясь убрать с рынка до 2-3 мБ/Д.

С. Аравия в ответ также захочет выйти из «пакта ОПЕК+», очень быстро нарастив производство к 11-12 мБ/Д. Экспорт же они могут нарастить еще быстрее за счет перехода внутренней генерации на газ и использования запасов. Достаточно быстро они смогут вбросить на мировой рынок порядка 3-4 мБ/Д. Но главное, они могут предложить дисконт к цене Brent, чтобы завлечь Китай и другие развивающиеся страны, которые не захотят отказаться от дешевой ближневосточной нефти в пользу американской.

При этом позиция С.Аравии даже может быть согласована с администрацией Трампа. Для него дешевая нефть выгодна по 5 пунктам: выполнится предвыборное обещание уполовинить цены, ниже инфляция в США (и ставки ФРС), конец «зеленой повестке», кризис у враждебных стран-экспортеров, помощь друзьям из крупных нефтяных компаний купить сланцевиков.

Россия тоже бы ввязалась в гонку экспортеров, но у нас нет таких возможностей увеличения добычи и экспорта из-за санкций и логистических ограничений. В лучшем случае, мы сможем сохранить свою долю рынка Китая и Индии, но ценой большего дисконта. С другой стороны, у нас есть опция девальвации рубля для снижения себестоимости добычи, чего нет у стран Залива

Иран попытается договориться (пообещали МАГАТЭ прекратить производство оружейного урана), но при Трампе он останется только с частичным экспортом в Китай, потеряв 1-1.5 МБ/Д. Похожие проблемы ждут и Венесуэлу

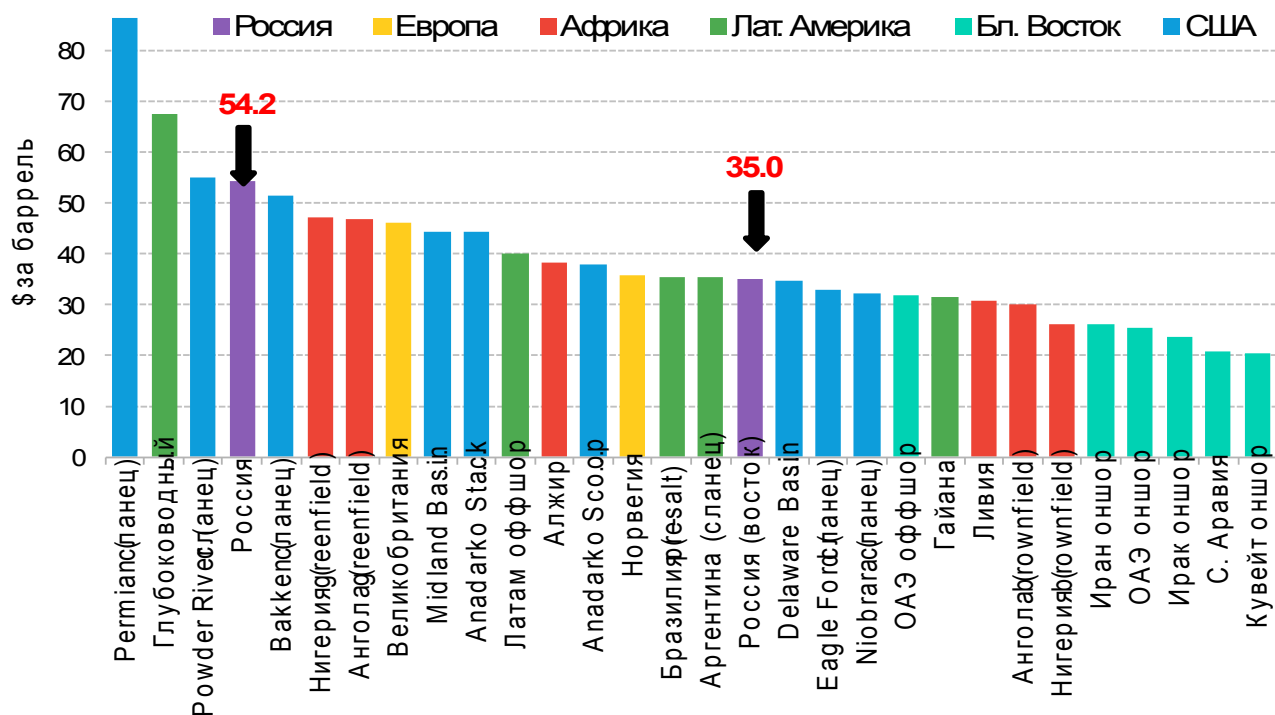
Остальные страны будут пытаться держать добычу на хотя бы операционной рентабельности, но ниже 40-45 \$/бар. многим придется перекрывать вентили и резать не только инвестиционные планы, но и добычу.

Эффект ценовой войны на финансовые рынки:

- четверть сланцевиков ждет дефолт или поглощение «мейджорами»
- валютный и политический кризис в слабых странах ОПЕК (Иран, Нигерия и Венесуэла)
- снижение курса доллара к евро и иене (на низких ставках ФРС), но рост к сырьевым валютам; рубль на 125-130 за евро
- индексу Мосбиржи повторит минимумы 2022г.: 1700-1800
- 25-30% рост цен на длинные Трежерис (ниже инфляция, ниже ставки, рецессия)
- мировые рынки акций сначала упадут на рецессии и сдутии ИИ-пузыря, но сильное снижение ставки и финансовый импульс от дешевой нефти вернут S&P500 на 6000
- опережающий рост турецких акций и валюты на *carry trade*

ПРИЛОЖЕНИЕ

Рис.1 Оценка себестоимости добычи нефти в разных странах



Источник: Bloomberg на основе данных компаний

Таб. 1 Оценка цены нефти, требуемой для балансировки бюджета, долл./бар.

	2000–2020	2021	2022	2023	2024	2025
FISCAL BREAK-EVEN OIL PRICE¹						
Oil Exporters						
Azerbaijan	52.6	57.5	67.3	55.2	79.6	73.2
Iran	92.4	118.8	126.3	106.9	121.8	124.1
Iraq	71.2	54.2	68.5	80.4	94.6	92.4
Kazakhstan	...	183.5	95.3	109.3	127.7	115.9
Kuwait ²	59.5	87.0	81.6	79.6	88.9	81.8
Libya	75.0	52.2	64.4	66.4	81.4	70.1
Saudi Arabia	80.0	83.6	88.0	94.9	98.4	90.9
United Arab Emirates	50.0	53.0	46.6	52.8	53.9	50.0

Источник: МВФ

Рис. 2 Динамика добычи нефти топ-3 стран

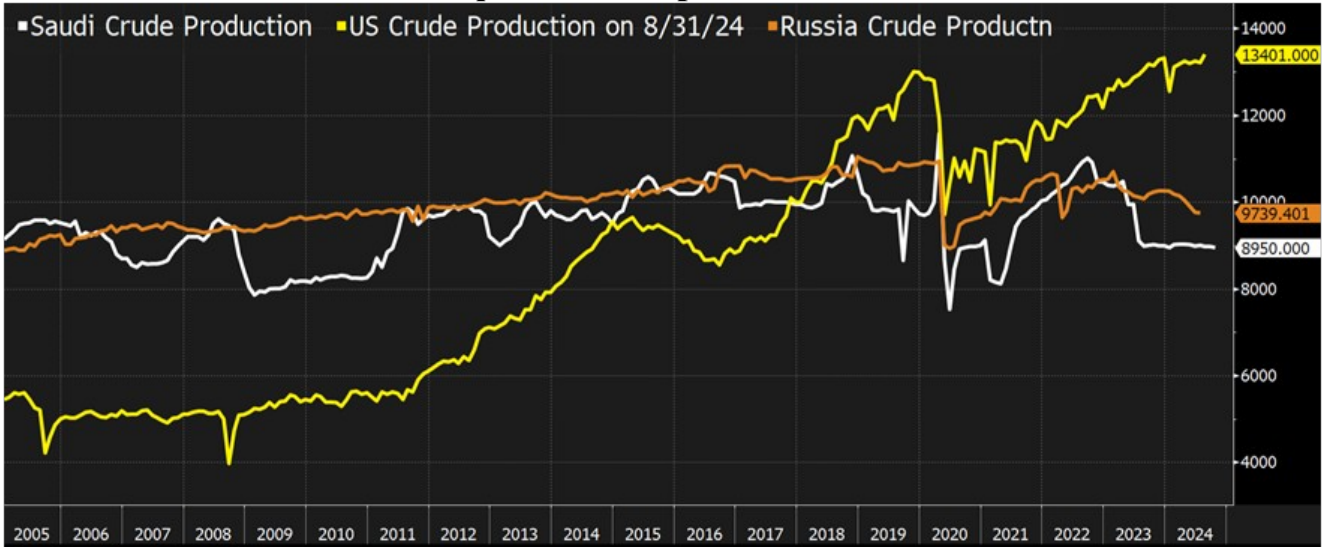


Рис. 3 Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов и цена нефти сорта Brent

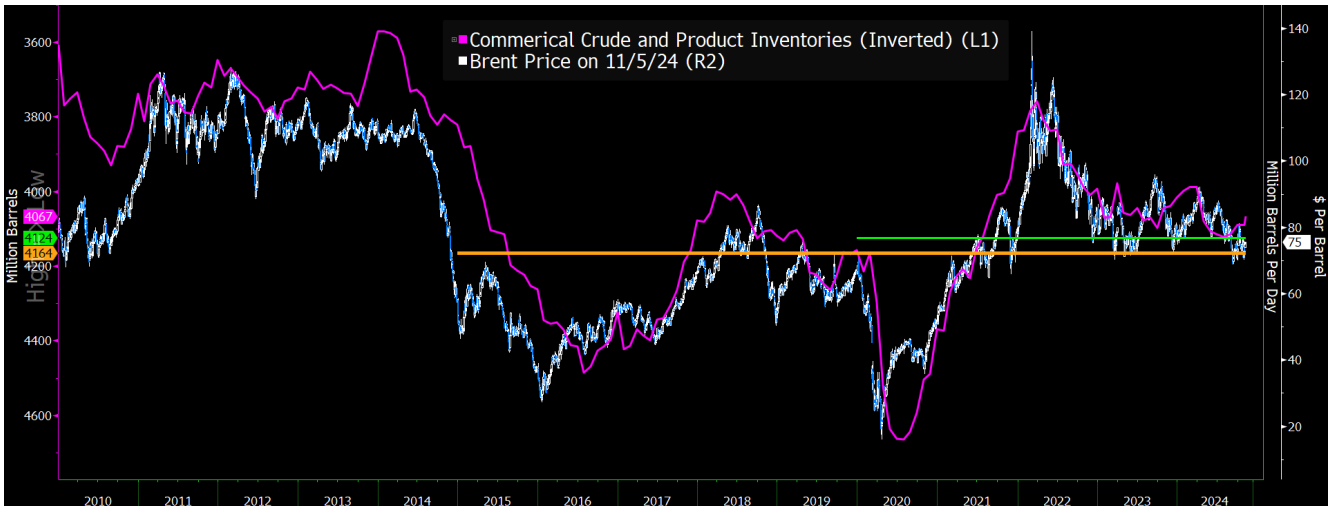
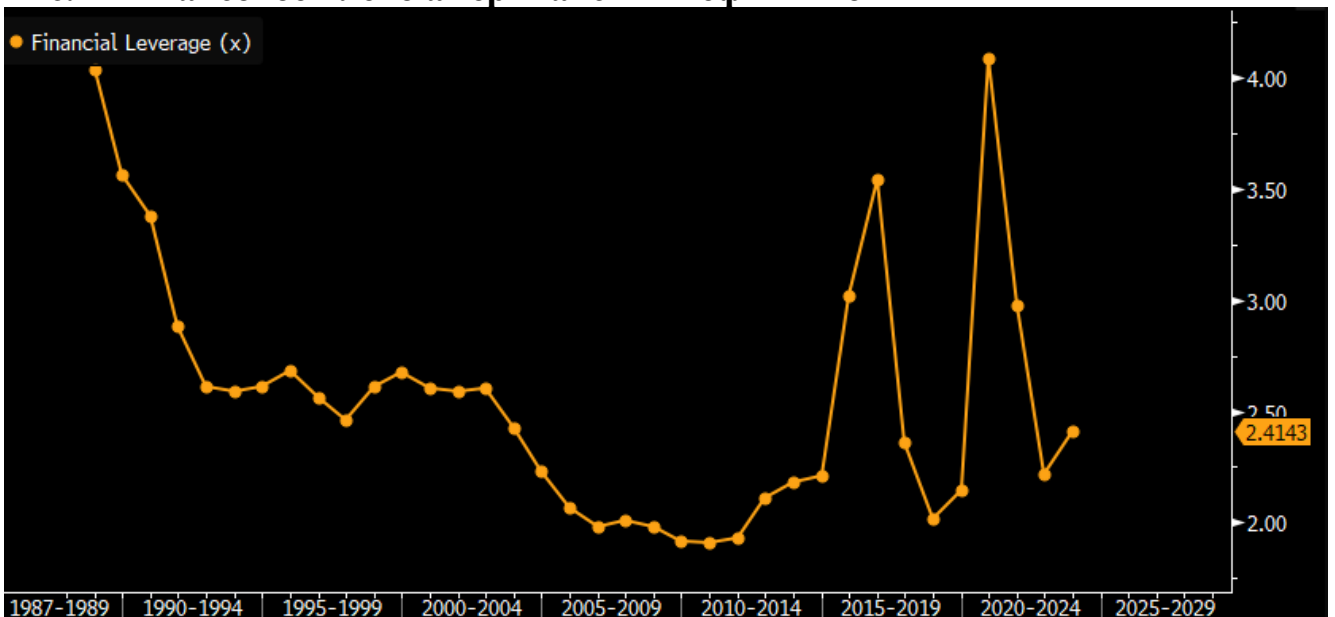


Рис.4 Финансовое плечо американских нефтяников



Источник: Bloomberg, ОЭСР, Минэнерго США