



Белые начинают и проигрывают

АЛЕКСАНДР МАЛАНИЧЕВ
Приглашенный профессор РЭШ

В начале второй половины 2020 года мировой рынок нефти вошел в редкие по нынешним временам воды стабильности. Спрос немного превышает предложение, цена на нефть марки Brent держится на уровне чуть выше \$40/барр. Такой уровень цены приемлем для российской экономики, но ниже цены безубыточности ближневосточных и американских производителей нефти. Куда качнется ценовой маятник до конца этого года? Каковы ближайшие и отдаленные перспективы мирового спроса на нефть? Кто по итогам 2020 года выиграет в борьбе за мировой рынок нефти – ОПЕК или США? Что думают о перспективах цены на нефть крупные нефтегазовые компании и насколько соответствуют рыночным реалиям их оценки?

В ЭПИЦЕНТРЕ КРИЗИСА

Ситуацию на мировом рынке нефти во многом определяет экономическая активность. Несмотря на внушительные финансовые вливания, II квартал 2020 года оказался очень тяжелым для многих мировых экономик, переживших в этот период пик пандемии COVID-19. Реальный ВВП США упал на 9,5% по отношению к предыдущему кварталу, или на 33% в годовом выражении. Такой низкий показатель составил антирекорд за всю историю сбора квартальной статистики с 1947 года. Два квартала подряд снижения американского ВВП означают, что экономика США в первом полугодии 2020 года вошла в рецессию. Спад перечеркнул весь экономический рост Соединенных Штатов с 2015 года. ВВП страны, как и спрос на нефть, попросту откатились на уровень более чем пятилетней давности.

Евразия пострадала меньше, чем США. Ее экономика в годовом исчислении сохранилась всего на 14%. Лучше всего дела обстоят в Китае, где во II квартале наблюдался скромный, но все-таки рост в 3,2%.

Участники фондового рынка по всему миру продолжают игнорировать статистику, свидетельствующую о возобновлении роста числа случаев COVID-19. Тем самым они фактически отказываются учитывать в своих оценках возможность повторного введения карантинных ограничений и их последствий для экономической активности, особенно в США.

Продолжение роста фондовых индексов связано с беспрецедентными государственными мерами по спасению мировых экономик. Согласно последним оценкам Goldman Sachs, в целом по мировой экономике суммарный объем фискального стимулирования в процентном отношении к глобальному ВВП в этом году составляет 7,1%, а лидирующие позиции по данному показателю занимают США (12,6% ВВП), Великобритания (7,9%), Япония (6%), Франция (4,7%) и Германия (4,5%).

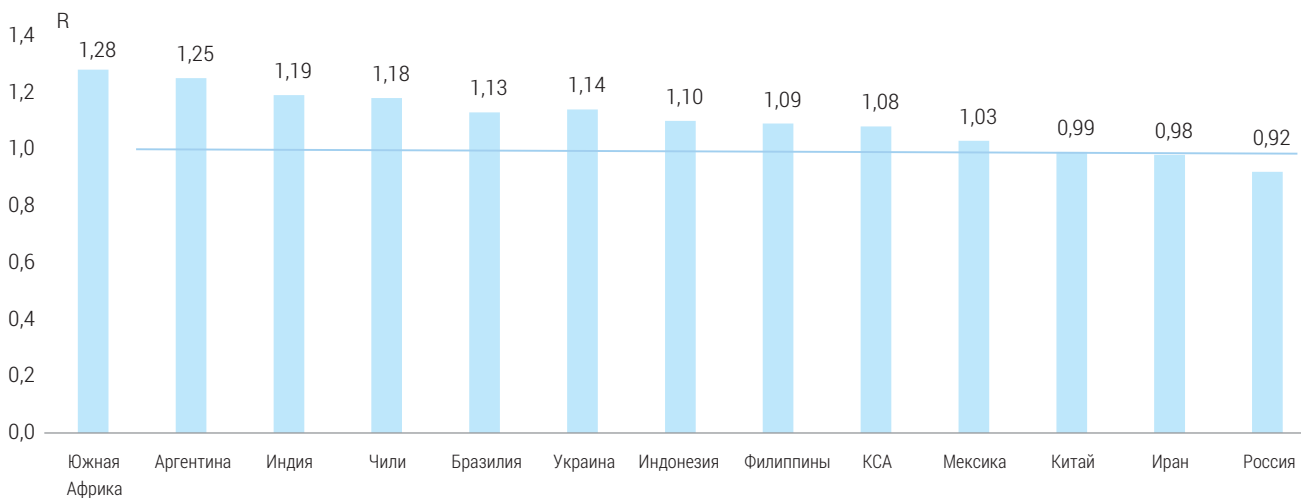
Ущерб, нанесенный домохозяйствам карантинными мерами, существенно задержит возвращение к прежним уровням доходов. Как заболеваемость опережает смертность, так и динамика ВВП опережает вал банкротств, который накатится в конце 2020 года. И он может потребовать все новые жертвы вплоть до начала 2022 года, если проводить аналогию с финансовым кризисом 2008–2009 годов. Тогда пик дефолтов пришелся на 2010 год. Если традиционный экономический кризис обычно бьет по неустойчивым и неэффективным бизнесам, то текущий кризис охватил все индустрии, требующие личного контакта и передвижений. Поэтому потребители нефтепродуктов и сама нефтяная промышленность оказались в эпицентре текущего кризиса.

Учитывая неуклонно плохие новости и данные о продолжении роста случаев заражения COVID-19 в мире, существует вероятность того, что краткосрочные перспективы мировой экономики ухудшатся, прежде чем экономика выйдет на траекторию полного восстановления. Любое увеличение числа инфицированных только усилит эту динамику. При этом меры поддержки экономик могут сократиться, а стимулирующий эффект монетарной политики может ослабнуть из-за «ловушек» ликвидности и роста долга.

Страны, эффективно и результативно боровшиеся с пандемией в самом ее начале, начинают уступать второй волне. В Китае, Корее, Германии и Франции наблюдается повторный рост числа случаев заболевания, который, правда, пока значительно ниже первой волны. В Индии, Индонезии, Бразилии, Мексике, Южной Африке, Японии и в южных штатах США уровень заболеваемости ставит все новые антирекорды. Коэффициент передачи вируса в целом ряде стран еще больше единицы (см. «Коэффициент передачи коронавируса в ряде стран мира»).

В целом мировая экономика переживает самый тяжелый спад с 1930-х годов. Но восстановление ожидается

КОЭФФИЦИЕНТ ПЕРЕДАЧИ КОРОНАВИРУСА В РЯДЕ СТРАН МИРА



Источник: Merrill Lynch

уже во втором полугодии 2020 года. IHS Markit прогнозирует падение реального мирового ВВП в 2020 году на 5,5%. Этот уровень более чем в три раза превышает последствия мирового финансового кризиса 2008–2009 годов – притом что отраслевая структура нанесенного экономике ущерба не похожа ни на один предыдущий кризис.

Таким образом, впервые в истории мировая экономика стала жертвой действий правительств, сделавших выбор в пользу защиты человеческих жизней за счет карантинных мер и торговых ограничений, парализовавших экономическую деятельность по всему миру.

ДРАЙВЕРЫ ВОССТАНОВЛЕНИЯ

Согласно последним доступным статистическим данным, мировой спрос на нефть в июне 2020 года вырос на 5,3 млн барр/сут. Рост ускорился по сравнению с предыдущим месяцем на фоне улучшения экономических ожиданий и ослабления карантинных мер, однако он остается все еще на 12% ниже, чем год назад.

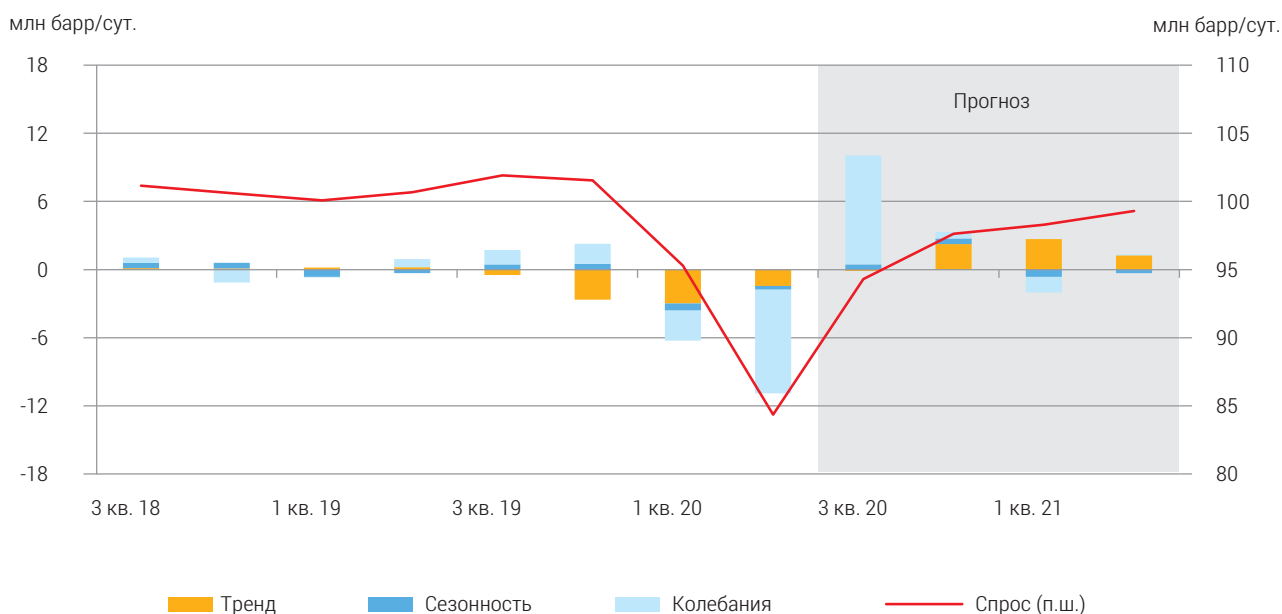
Крупнейший положительный вклад в динамику мирового спроса на нефть в июне 2020 года по отношению к предыдущему месяцу внесла Европа, где добыча выросла на 1,47 млн барр/сут., но остается на те же 12% ниже прошлого года. Ожидается, что спрос в Европе продолжит свой рост в июле и сентябре, в то время как в августе и октябре произойдет сезонный спад. В середине осени спад европейского спроса относительно предыдущего года составит 8%.

Другой существенный положительный вклад в восстановление мирового спроса в июне внесли США (+1,38 млн барр/сут.). Рост спроса происходит более медленными темпами по сравнению с Европой, поэтому спад относительно июня прошлого года глубже – 15%. В июле из-за распространения второй волны COVID-19 в ряде штатов (Калифорния, Техас и Флорида) происходит снижение потребления моторного топлива, что замедлит рост спроса на нефть. Однако в целом с июля по октябрь 2020 года ожидается положительная динамика спроса, и в октябре текущего года отставание спроса от октября 2019 года сократится до 7%, что лучше европейского показателя.

Пользуясь благоприятной рыночной конъюнктурой, Китай в июне еще больше нарастил импорт нефти. Объем увеличился до 12,9 млн барр/сут., что на 34% выше показателя предыдущего года. Резервуары для хранения нефти в крупных китайских портах почти заполнены, поэтому скопление танкеров в портах, вызванное рекордными поставками, сохранялось до конца июля. Вероятно, что в III квартале 2020 года импорт нефти в КНР снизится, поскольку восстановление цен ослабляет прибыльность спекулятивных закупок. Опережающим признаком такого снижения, возможно, является продажа Китаем в середине июля 1 млн барр нефти из своих резервов на внешнем рынке.

В целом рост мирового спроса на нефть продолжится в июле-сентябре, пока в октябре не наступит сезонный спад. На диаграмме (см. «Изменение мирового спроса на нефть по отношению к предыдущему кварталу») хорошо видно, что наибольший темп прироста спроса ожидается именно в III квартале текущего года. Однако риски замед-

ИЗМЕНЕНИЕ МИРОВОГО СПРОСА НА НЕФТЬ ПО ОТНОШЕНИЮ К ПРЕДЫДУЩЕМУ КВАРТАЛУ



Источник: EIA

ления восстановления спроса из-за коронавируса возрастают, что выражается в остановке роста индекса мобильности в мире на уровне 85% от нормальной величины.

В среднем в 2020 году мировой спрос на нефть сократится более чем на 8 млн барр/сут., до 93 млн барр/сут., то есть опустится на уровень 2014 года. Медленное восстановление спроса связано, главным образом, с ограничением на международные перелеты, которое тормозит развитие сегмента авиационного топлива. В относительном выражении наиболее сильно спрос пострадает в Европе (–10,8%), Северной Америке (–9,7%) и в Азии (–8,3%). При этом риски замедления роста спроса нарастают из-за второй волны коронавируса.

ЧТО ДАЛЬШЕ?

В 2021 году спрос будет медленно восстанавливаться и выйдет на докризисные показатели 2019 года лишь к 2022 году, когда восстановится авиационное сообщение. Но, по всей видимости, мир уже никогда не будет прежним, в силу более глубокого проникновения телекоммуникаций и удаленной работы в нашу жизнь. Конкуренцию нефти составили электроны, бегущие по проводам.

В последующие годы, несмотря на всё преобладающую когорту пессимистических взглядов, рост спроса на нефть продолжится. Чтобы обосновать этот тезис, удобно размышлять от противного, то есть представить, что должно произойти, чтобы глобальное потребление уже находилось вблизи своего пика.

Для этого должен начаться форсированный переход на автомобили с электрической тягой, обусловленный, с одной стороны, субсидиями и инвестициями в инфраструктуру, а с другой – стремительным введением ограничений на использование транспорта с двигателями внутреннего сгорания.

Если традиционный экономический кризис обычно бьет по неустойчивым и неэффективным бизнесам, то текущий кризис охватил все индустрии, требующие личного контакта и передвижений. Поэтому нефтяная промышленность оказалась в его эпицентре

Но пока даже амбициозной цели Китая – доведение доли электромобилей в продажах до 25% к 2025 году – недостаточно, чтобы остановить рост спроса на нефть. Потребление нефтепродуктов зависит от более инерционной структуры автомобильного парка, а не от рынка автомобилей. Кроме того, население развитых стран еще не готово к введению в «новый дивный мир» безуглеродной экономики жесткими административными методами. Для это-

го достаточно вспомнить недавние протесты «желтых жилетов» во Франции, которые начались после введения драконовского экологического налога.

Другой негативный сценарий для спроса на нефть может лежать в русле продолжительной стагнации мировой экономики, страдающей от коронавируса, торговых ограничений из-за геополитических трений между Китаем и США, чрезмерных долгов. Пока такой сценарий далек от выхода на первый план, но списывать со счетов его также нельзя.

ЭКСПЕРИМЕНТ ПО УВЕЛИЧЕНИЮ ДОБЫЧИ

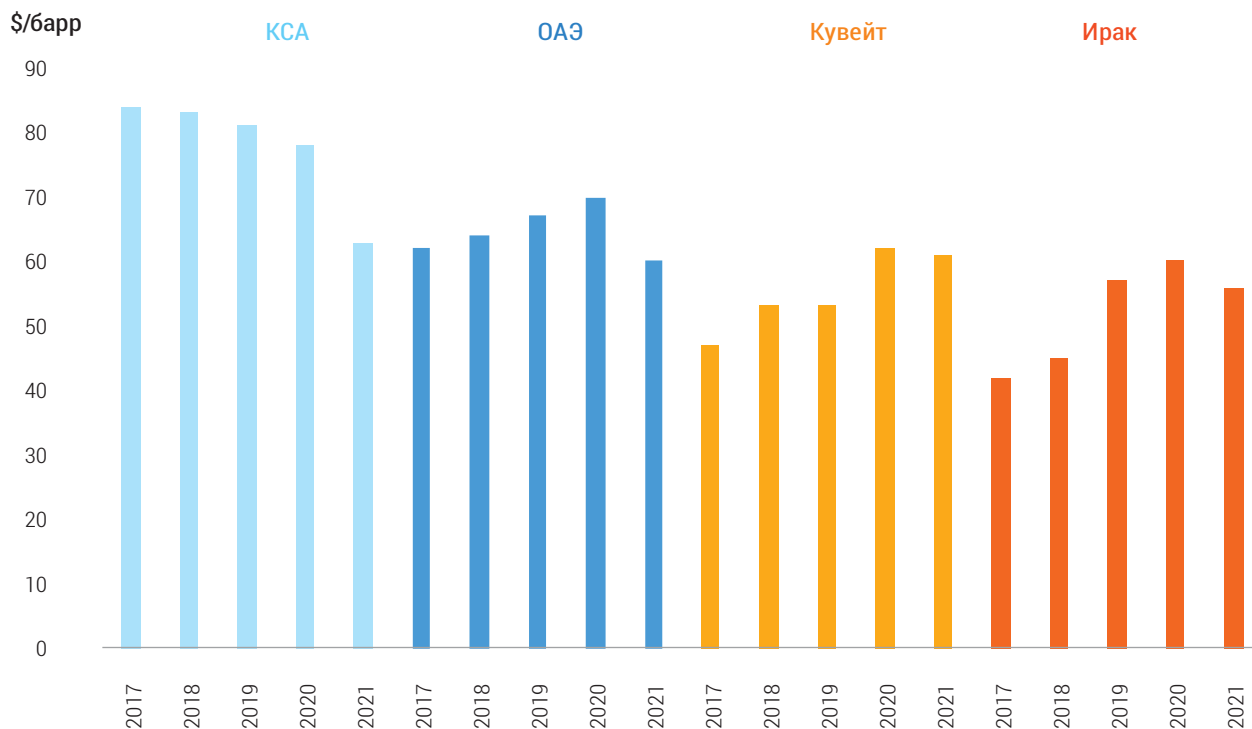
В июне 2020 года мировое предложение нефти упало на 1,7 млн барр/сут., оказавшись на 13% меньше показателя прошлого года. Основной вклад в снижение внесло добровольное дополнительное сокращение добычи до конца июля со стороны Саудовской Аравии, Кувейта, ОАЭ и Омана на 1,2 млн барр/сут. В целом добыча ОПЕК достигла исторического минимума в 23 млн барр/сут., а ее свободные добывающие мощности максимума – почти 9 млн барр/сут.

Сделка ОПЕК+ в июне выполнена более чем на 100% и продлена до конца июля на прежних условиях, что избавило рынок от дополнительных 2 млн барр/сут. На министерском заседании 15 июля было рекомендовано увеличить добычу на 2 млн барр/сут. с августа 2020 года. Решение было принято, несмотря на увеличение суточных темпов прироста заболеваемости COVID-19 в мире и сигналы о замедлении восстановления мобильности населения.

Негативные последствия этого решения будут ограничены дополнительным сокращением на 0,4–0,6 млн барр/сут. для Ирака, Нигерии, Анголы, Габона, Конго и Казахстана, чтобы компенсировать невыполнение этими странами договоренностей в мае и июне. Другими положительными факторами станут растущий сезонный спрос на внутреннем рынке Саудовской Аравии из-за кондиционирования воздуха на 0,5 млн барр/сут. и дальнейшее сокращение добычи в Ливии, Венесуэле и Иране по внутренним причинам. Это все означает, что суточное предложение ОПЕК+ для мирового рынка увеличится в августе по сравнению с июлем не на 2 млн барр, а на 1,2–1,6 млн барр/сут.

Таким образом, ОПЕК в рамках задачи по нормализации уровня складских запасов нефти также не забывает об увеличении своей рыночной доли. Однако расчеты показывают, что ОПЕК по стратегическим соображениям исторически недоиспользует свою силу монополиста и недостаточно сильно сокращает добычу, не давая подняться цене на нефть достаточно высоко, чтобы хотя бы скомпенсировать дефициты бюджетов стран-участников картеля и сделать положительными их торговые балансы (см. «Цена на нефть, необходимая для сбалансированности бюджетов стран-лидеров ОПЕК»). Такая стратегия объясняется стремлением сдерживать производителей сланцевой нефти и энергосберегающих техно-

ЦЕНА НА НЕФТЬ, НЕОБХОДИМАЯ ДЛЯ СБАЛАНСИРОВАННОСТИ БЮДЖЕТОВ СТРАН-ЛИДЕРОВ ОПЕК



Источник: МВФ

логий, а также избежать политического риска применения антикартельного законодательства.

Однако некоторые наблюдатели считают действия ОПЕК+ поспешными. «Эксперимент ОПЕК по увеличению добычи с августа может иметь негативные последствия, поскольку мы еще не преодолели худшее с точки зрения спроса на нефть. Рынок снова перейдет в состояние мини-перенасыщения, а разворот обратно в сторону дефицита произойдет не раньше декабря 2020 года», – считает руководитель отдела исследований нефтяного рынка агентства Rystad Energy Бьорнар Тонхауген.

Добыча сырой нефти в США в июне сократилась на 0,22 млн барр/сут., и ее объем составил почти 11 млн барр/сут. С ноября 2019 года непрерывное сокращение добычи составило 1,9 млн барр/сут. В июле добыча нефти стабилизировалась за счет запуска ранее остановленных скважин, а буровая активность продолжила снижаться. Количество нефтяных буровых установок в США уменьшилось на семь единиц – до 180.

В последующие месяцы, до конца 2020 года, добыча нефти в США будет стагнировать на уровне 11,2 млн барр/сут., так как многие производители будут ощущать нехватку финансирования и самые слабые из них могут прибегнуть к процедуре банкротства.

Как следует из авторской концепции гармонического потенциала добычи, для поддержания производства

на сланцевых залежах США на текущем уровне 7,3 млн барр/сут. надо будет задействовать 230 нефтяных буровых установок. Для этого необходим устойчивый уровень цены на нефть марки WTI около \$50/барр. Следовательно, в настоящий момент нельзя ожидать, что тренд на снижение добычи в США полностью остановлен и мы увидим устойчивый рост.

С начала 2020 года нефтяные компании США списали активы на \$48 млрд. По данным Bloomberg, в общей сложности 27 энергетических компаний США объявили о банкротстве. Многие из них являются сланцевыми операторами, такие как Chesapeake Energy Corp., Whiting Petroleum Corp. и Ultra Petroleum Corp.

Текущая ситуация выглядит настолько тяжелой, что в интервью Financial Times президент одной из старейших независимых сланцевых компаний Parsley Energy Мэтт Галлахер заявил, что в США уже пройден пик нефтяной добычи, до рекордного уровня в 13,1 млн барр/сут. она в обозримом будущем уже не восстановится, а сам мистер Галлахер не ожидает увидеть этот уровень при своей жизни.

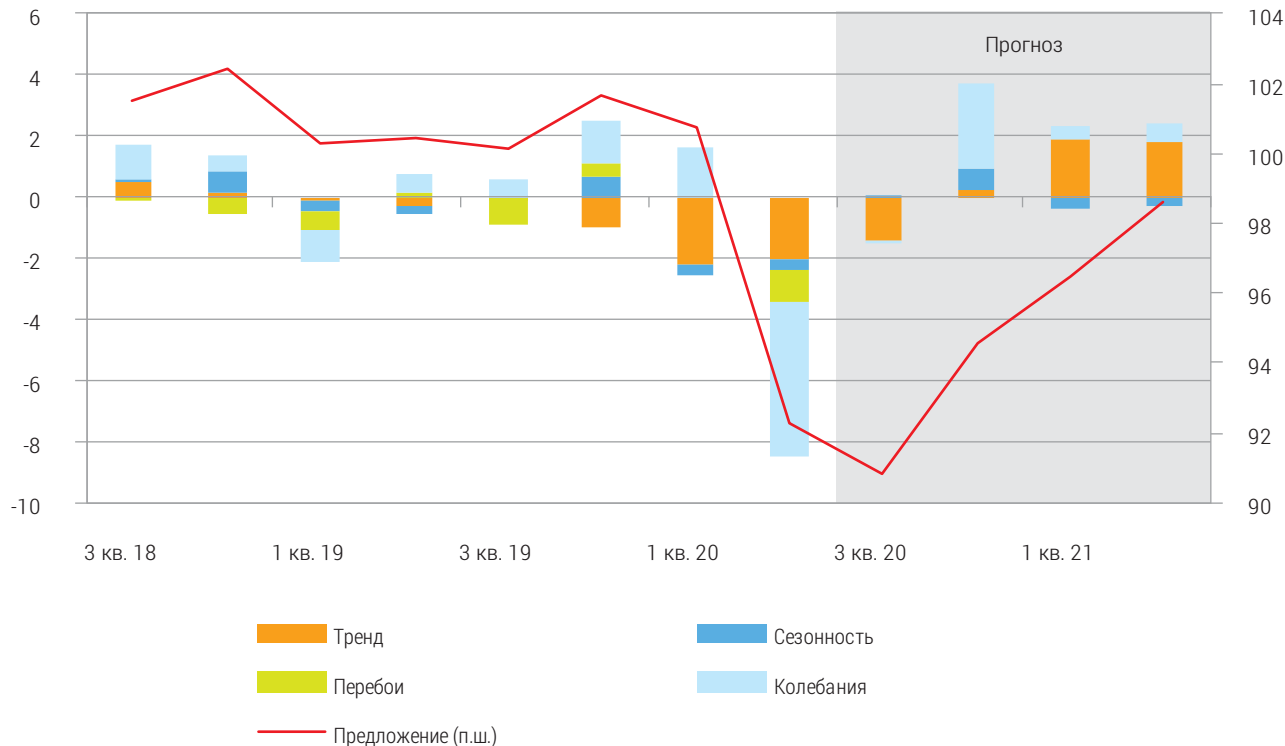
В целом мировое предложение в III квартале достигнет своего минимума, и в IV квартале начнется его рост, движимый ОПЕК (см. «Изменение мирового предложения нефти по отношению к предыдущему кварталу»).

В среднем в 2020 году предложение ЖУВ в мире снизится на 6 млн барр/сут. Ключевой вклад в сокраще-

ИЗМЕНЕНИЕ МИРОВОГО ПРЕДЛОЖЕНИЯ НЕФТИ ПО ОТНОШЕНИЮ К ПРЕДЫДУЩЕМУ КВАРТАЛУ

млн барр/сут.

млн барр/сут.



Источник: EIA, составлено автором

ние добычи внесут ОПЕК (-3,8 млн барр/сут.), Россия (-1 млн барр/сут.) и США (-0,7 млн барр/сут.). Весьма вероятно, что нефтяная промышленность США закончит 2020 год с меньшими потерями объемов предложения, чем ОПЕК. Таким образом «белые шейхи» в марте 2020 года начали эту большую игру на понижение против американских «черных нефтяников», но победить, по крайней мере в текущем году, как и в период 2014–2016 годов, белым вряд ли удастся. Так зачем начинали?

НОЖНИЦЫ СПРОСА И ПРЕДЛОЖЕНИЯ

В июне 2020 года рост спроса и снижение предложения привели к дефициту мирового рынка нефти в 1,9 млн барр/сут. и вызвали рост цены на нефть марки Brent на 37%, до \$40/барр. В июле цена выросла до \$43/барр. В то время как Goldman Sach и EIA прогнозировали ее снижение до \$35/барр.

В последующие месяцы цена на нефть продолжит движение к \$50/барр, но более низкими темпами, что связано с замедлением восстановления спроса и начавшимся с августа ростом предложения. Рост цены поддерживают своеобразные рыночные ножницы, когда спрос на нефть активно восстанавливается в III квартале, а предложение отстает от спроса на квартал и в III квар-

тале только достигнет своего минимума (см. «Баланс спроса и предложения мирового рынка нефти»).

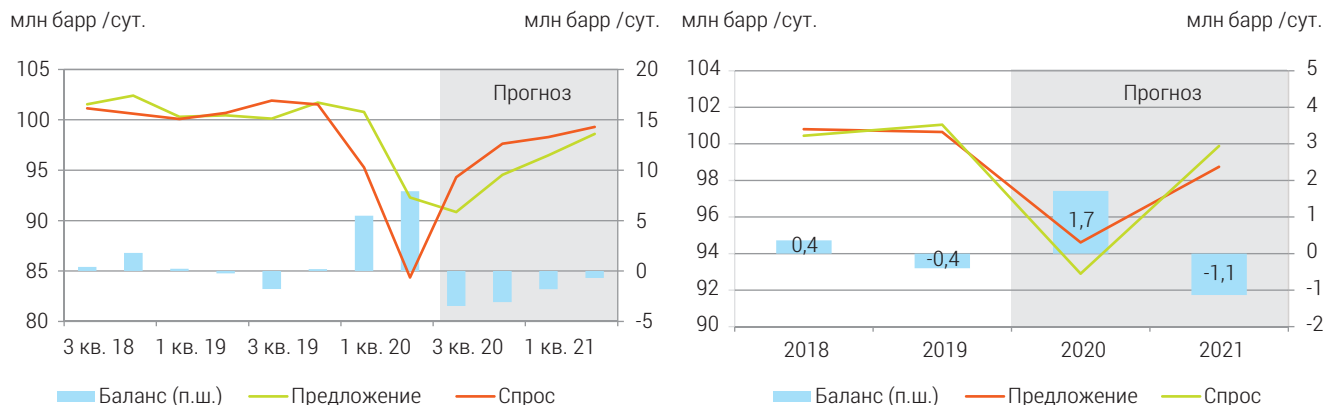
В среднем за 2020 год профицит мирового рынка нефти составит рекордные 1,7 млн барр/сут., что выше, чем в тяжелый для нефтяной промышленности 2015 год, когда профицит был на уровне 1,4 млн барр/сут. Цена на нефть марки Brent окажется на \$21/барр (32%) ниже, чем в предыдущем году, – на уровне \$44/барр. Такой же среднегодовой уровень цены наблюдался в 2016 году.

Помимо дефицитного рыночного баланса, которым результативно управляет ОПЕК, стоит принять во внимание два других важных фактора цены на нефть – выборы в США и «инфляционный навес».

Исходя из последних опросов, американские избиратели на 8 п.п. больше отдадут предпочтение демократам по сравнению с республиканцами. Однако итоги выборов, на которых в 2016 году президентом США был избран Дональд Трамп, разошлись с данными опросов, поставив под сомнение точность социальных исследований. Трамп рассчитывает снова повторить свой трюк и переизбраться на второй срок благодаря поддержке «молчаливого большинства» и голосованию коллеги выборщиков.

Формальное лидерство демократов в предвыборной гонке негативно для цены на нефть. Демократическая партия во главе с кандидатом в президенты Джоозефом

БАЛАНС СПРОСА И ПРЕДЛОЖЕНИЯ МИРОВОГО РЫНКА НЕФТИ В КВАРТАЛЬНОМ И ГОДОВОМ РАЗРЕЗАХ



Источник: EIA, составлено автором

Байденом ратует за скорейший переход к «зеленой» энергетике, на который обещают потратить \$2 трлн в ближайшие четыре года. При демократах также больше шансов на ослабление санкций против Ирана и Венесуэлы. С другой стороны, предложение нефти может отчасти пострадать, если реализуется поддерживаемое демократами ограничение использования технологии гидроразрыва

Действующий президент США Дональд Трамп, напротив, опирается на традиционную промышленную Америку, одним из столпов которой является нефтегазовая промышленность. В случае переизбрания Трампа на второй президентский срок сланцевая индустрия имеет шанс получить поддержку от государства в той или иной форме.

Другой важный фактор – это «инфляционный навес», который потенциально будет способствовать раскручиванию спирали инфляции в США, ослаблению доллара и росту цены на нефть. Навес возникает из-за упомянутых выше беспрецедентных мер по стимулированию экономики. Так, пик прироста баланса Федеральной резервной системы (ФРС) США с начала пандемии пришелся на начало июня и составил около \$2,9 трлн. Такой рост обеспечил потребность рынков в ликвидности. Но тут важно понять, какой ценой это далось регулятору.

Денежный агрегат M2 в США (наличные деньги в обращении и депозиты разной срочности) с начала марта вырос на целых 20%. Это самый быстрый прирост за всю историю. Такого количественного смягчения не было даже после кризиса 2008 года. Рост денежной массы произошел главным образом за счет увеличения депозитов и счетов на бирже, так как население сейчас активно сберегает. Поэтому мы и не наблюдаем инфляцию в США. Эти огромные суммы не работают, они лежат на счетах и могут быть задействованы в покупке ценных бумаг.

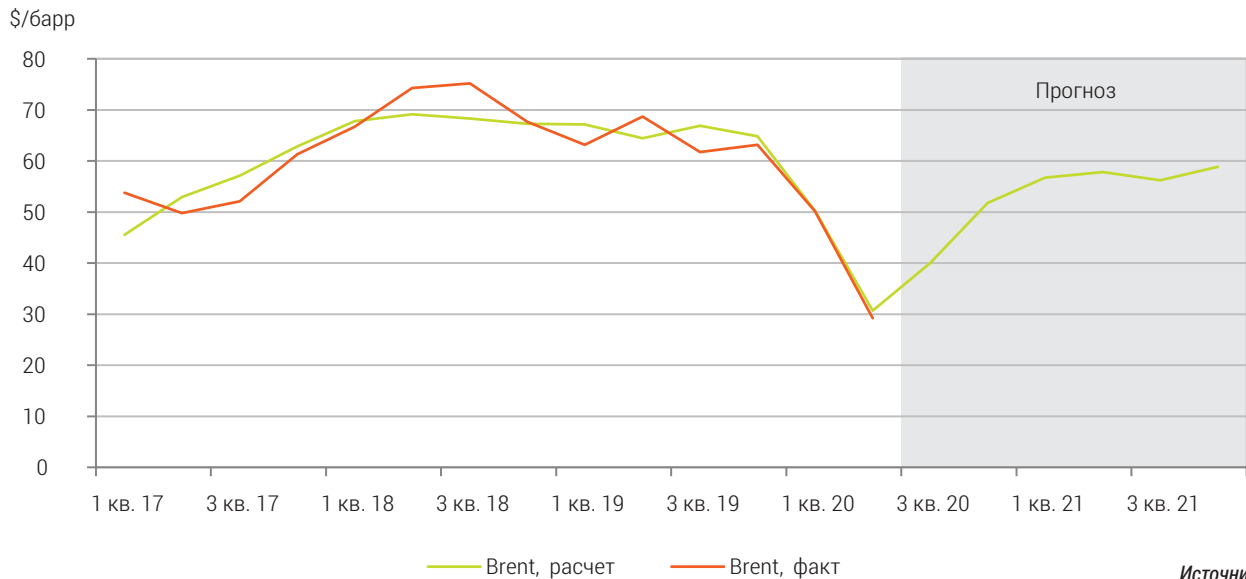
Экономическая теория нам говорит о том, что, если в экономике денежная масса растет быстрее ВВП, то это формирует так называемый «инфляционный навес» и денег становится больше, чем нужно. И инфляция может проявить себя через несколько месяцев. Именно поэтому сейчас так активно растут в цене так называемые защитные активы – например, золото. А инфляция – верный фактор роста цен на нефть, что доказано не одним научным исследованием.

Учитывая эти факторы, при прочих равных цена на нефть марки Brent в среднем за IV квартал 2020 года превысит \$50/барр, а через год вплотную подойдет к \$60/барр (см. «Прогноз цены на нефть по кварталам»).

Игроки рынка пересматривают свои прогнозы исходя из текущей цены на нефть и списывают нерентабельные активы. Невысокая конъюнктура рынка и пессимистические ожидания вынудили ряд мейджеров (BP, ENI, Shell) понизить свои прогнозы долгосрочной (в 2025 году) цены на нефть с диапазона \$75–85/барр до \$60–65/барр. Но даже пересмотренный диапазон выглядит оптимистичным по сравнению с фьючерсом (см. «Прогноз цены на нефть в 2025 г. в бизнес-планах мейджеров»).

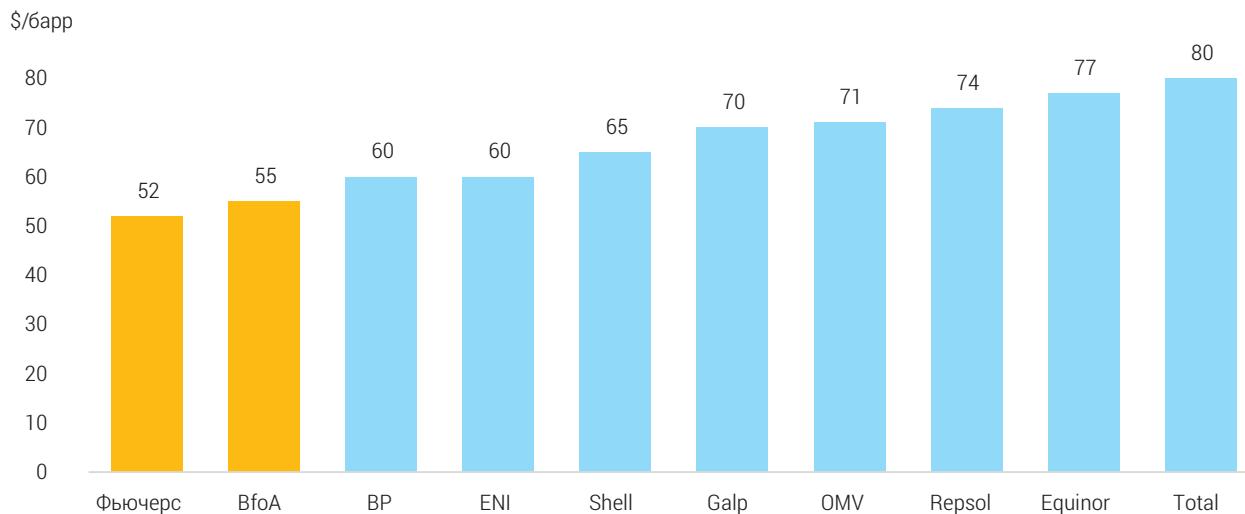
Впервые в истории мировая экономика стала жертвой действий правительства, сделавших выбор в пользу защиты человеческих жизней за счет карантинных мер и торговых ограничений, парализовавших экономическую деятельность по всему миру

ПРОГНОЗ ЦЕНЫ НА НЕФТЬ ПО КВАРТАЛАМ



Источник: EIA

ПРОГНОЗ ЦЕНЫ НА НЕФТЬ В 2025 г. В БИЗНЕС-ПЛАНАХ МЕЙДЖЕРОВ



Источник: Merrill Lynch

В результате пересмотра прогноза было списано активов на сумму \$40 млрд.

При этом Shell сохранила свои ожидания цен на углерод в \$85/тCO₂ в 2050 году, а BP повысила с \$40 до \$100/тCO₂ в 2030 году. Сумма списаний на \$15 млрд больше, чем списания 2015 года, когда среднегодовая цена на нефть составила \$44/барр.

Проведенный анализ выявил существенные риски для роста цены как на стороне спроса, так и предложения нефти. Однако, при прочих равных, нехватка инвестиций в разведку и добычу традиционной нефти,

постоянное убывание запасов и восстановление спроса неизбежно приведут в новому циклу роста цены. Исследование, которое я провел в текущем году в рамках Российской экономической школы, показывает, что нефтяной цикл по-прежнему определяется традиционной нефтью, а сланцевая служит всего лишь некоторым потолком в ее росте. Отсюда можно предположить, что пересмотр средней долгосрочной цены до уровня \$60–70/барр, что в полтора раза выше текущих котировок, является разумной и обоснованной инициативой лидеров мировой нефтяной отрасли. 🚩