Нефть: на пути к снижению

19 декабря 2017 г.

Ведущие экспортеры не смогут продлить соглашение ОПЕК+ после 2018 года, поскольку активный рост сланцевой добычи в США сделает уровень нефтяных цен некомфортным для участников соглашения еще до окончания будущего года. Ключевой повесткой для стран ОПЕК+ станет недопущение резкого падения цен на нефть посредством выработки плана постепенного выхода из соглашения после 2018 года. Мы ожидаем среднюю цену Brent на уровне 58 $/бар в 2018 году. Рынок увидит гораздо более низкие значения нефтяных цен по завершении сделки ОПЕК+.

Динамика основных показателей нефтяного рынка США

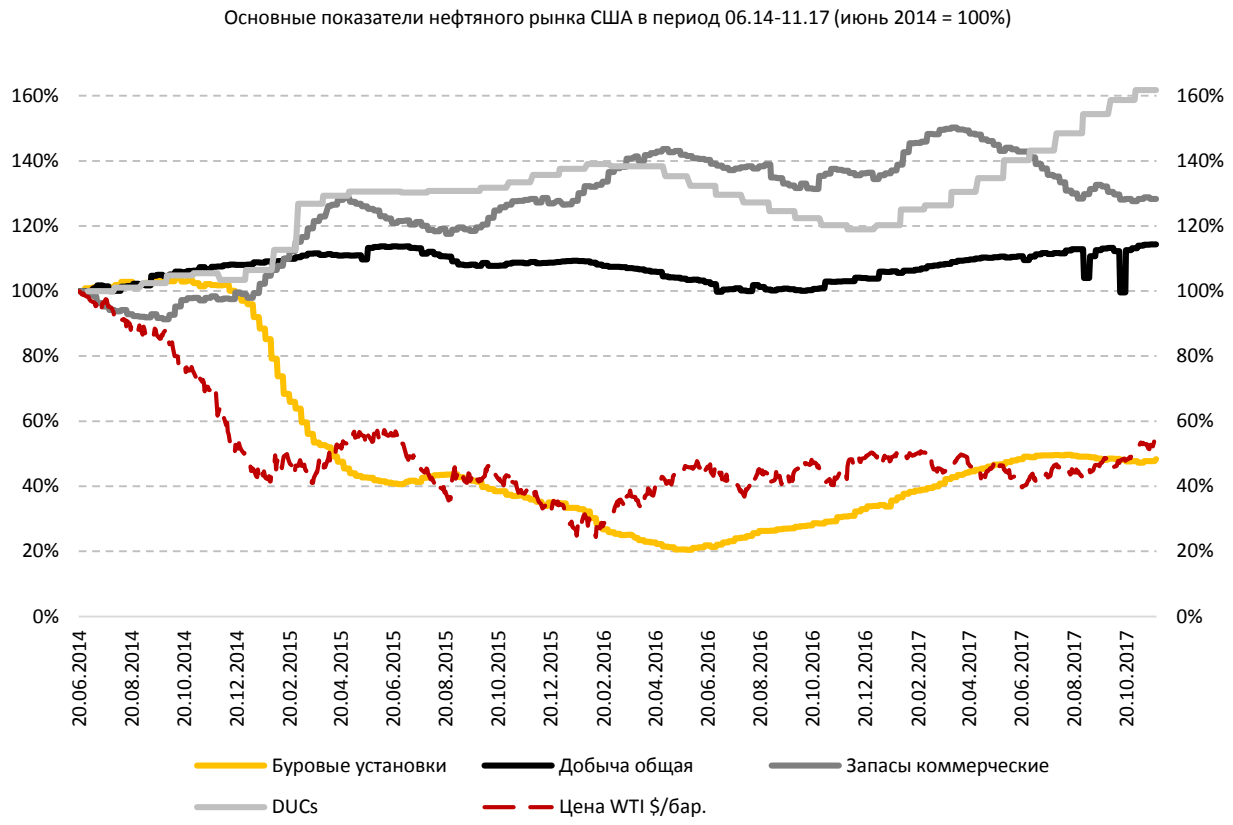

График составлен по данным Bloomberg и Bloomberg Intelligence

Рост добычи в США продолжается с октября 2016 г. – прирост к ноябрю 2017 г. составил более 1,2 млн.б./с. (свыше 14%), с начала текущего года добыча выросла на 1,0 млн.б./с. (+ 11,5%).

Коммерческие запасы нефти в США пока не демонстрируют традиционного роста в конце года – причина в череде разрушительных ураганов в США в 3к17, которые останавливали добычу нефти и приводили к повышенному расходованию её накопленных запасов. Рост экспорта американской нефти также оказывает понижательное давление на величину нефтяных запасов.

Число буровых достигло уровня марта-апреля 2015 года, однако почти в два раза ниже значения середины 2014 года, когда нефтяные цены были на исторически рекордных уровнях.

Резерв DUCs не только полностью восстановлен, но и превысил рекордный уровень в 7300 скважин - теперь сланцевые производители США смогут до конца 2018 года выдерживать цены самых пессимистичных сценариев.

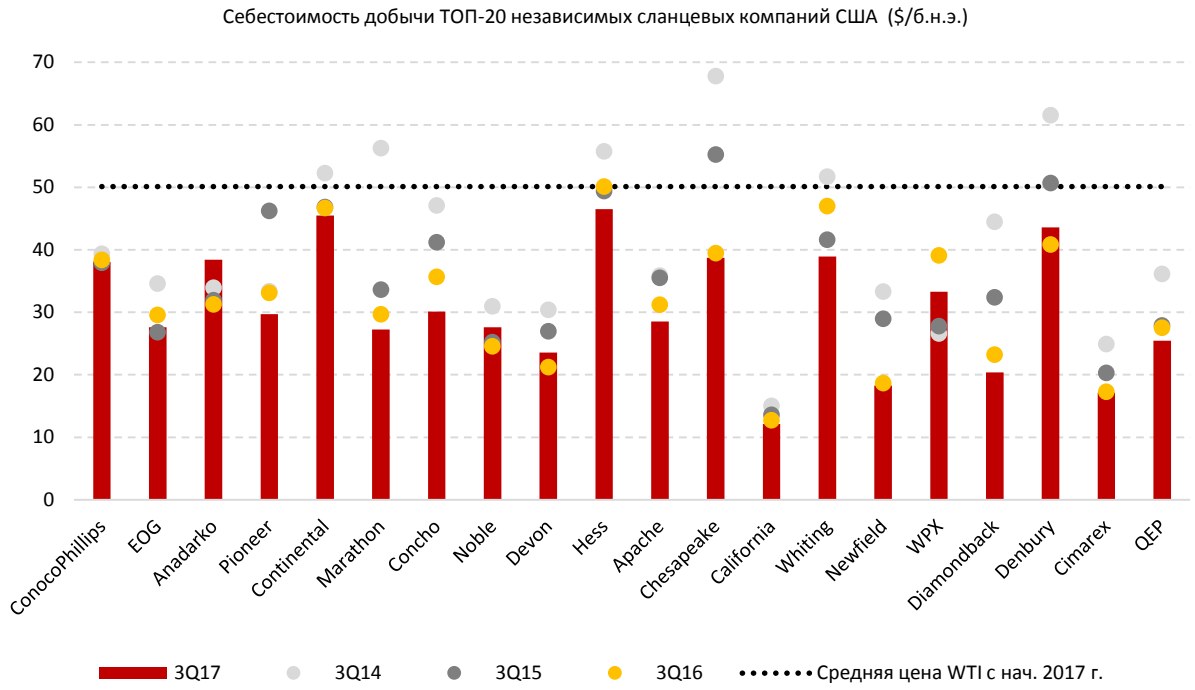

График составлен по данным Bloomberg Intelligence и включает компании, на долю которых приходится почти 73% добычи всех независимых сланцевых компаний США (более 2,5 млн.б./с.). Себестоимость включает следующие компоненты: затраты операционные, административные, налоги на производство, амортизацию, а также операционные издержки и расходы на уплату процентов (данные по EOG и Marathon не включают компоненту процентных расходов). Рост себестоимости добычи некоторых компаний преимущественно связан с ростом объемов добычи и новыми приобретениями.

Большая часть независимых сланцевых компаний США третий год подряд сокращает себестоимость производства барреля нефтяного эквивалента. Текущие цены WTI позволяют вести безубыточную добычу всем без исключения крупнейшим независимым сланцевым производителям.

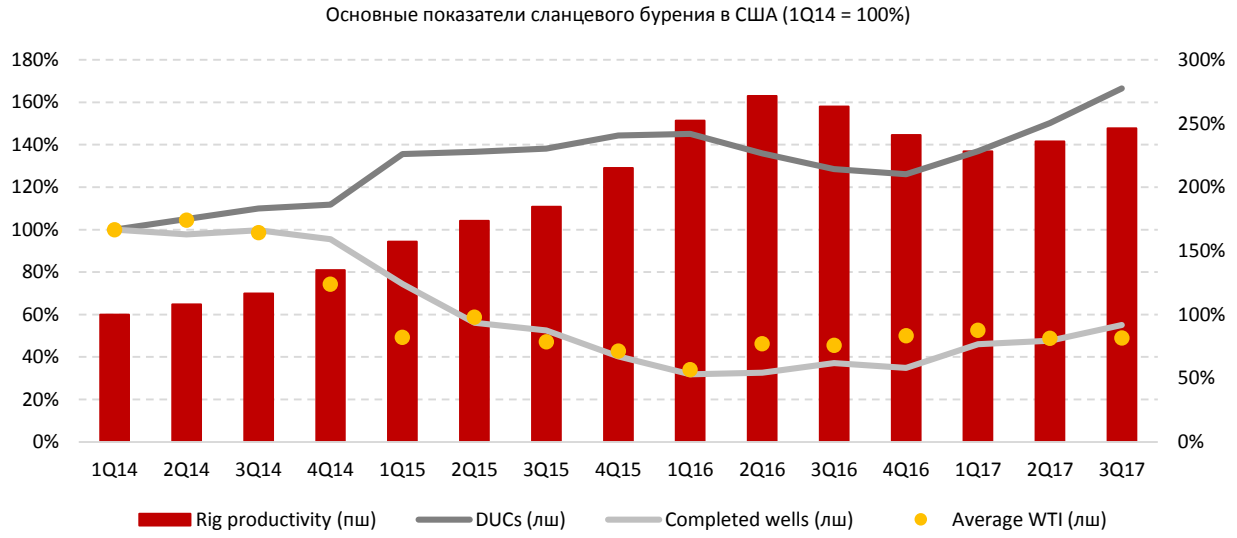

График составлен по данным Bloomberg Intelligence. Производительность буровых установок (rig productivity) измеряется как количество добываемой нефти из вновь пробуренных скважин.

Производительность бурения в сланцевой индустрии США выросла почти на 150% с 1к14 – если раньше вновь пробуренная скважина приносила 235 бар. нефти, то на конец 3к17 эта цифра выросла уже до 607 бар. Снижается и уровень безубыточной добычи сланцевой нефти на крупнейших месторождениях США, например, на Пермском месторождении (см. график ниже) за три последних года уровень безубыточной добычи снизился в среднем на 34% - до 42,8 $/бар.

Нефтяные компании США готовятся к заметному наращиванию добычи в 2018 году – об этом свидетельствует рост числа активных скважин (completed wells) при одновременном наращивании числа «запасных» скважин (DUCs), в условиях, когда цены на нефть WTI стабилизировались на уровне 55-56 $/бар.

Rystad Energy прогнозирует рост добычи в США на 1,1 млн.б./с. в 2018 году – до более чем 11 млн.б./с., поскольку продление сделки ОПЕК+ до конца 2018 г. способствовало устойчивому выходу цен WTI в зону $55+/бар. Эксперты Rystad Energy считают, что крупнейшим экспортерам нефти следовало бы сохранять неопределенность относительно продления сделки до середины 2018 г., чтобы сузить горизонт планирования американским сланцевым компаниям.

По данным Rystad Energy, добыча нефти в США уже в декабре 2017 г. достигнет рекордных 10 млн.б./с., что на 0,3 млн.б./с. выше официального прогноза МЭА. Rystad Energy полагает, что последствия летних ураганов в США внесли серьезные искажения в статистику добычи и запасов нефти в США, что и стало причиной недооценки МЭА производственного потенциала нефтяной индустрии США.

Экономика сланцевой добычи в США, $/бар.

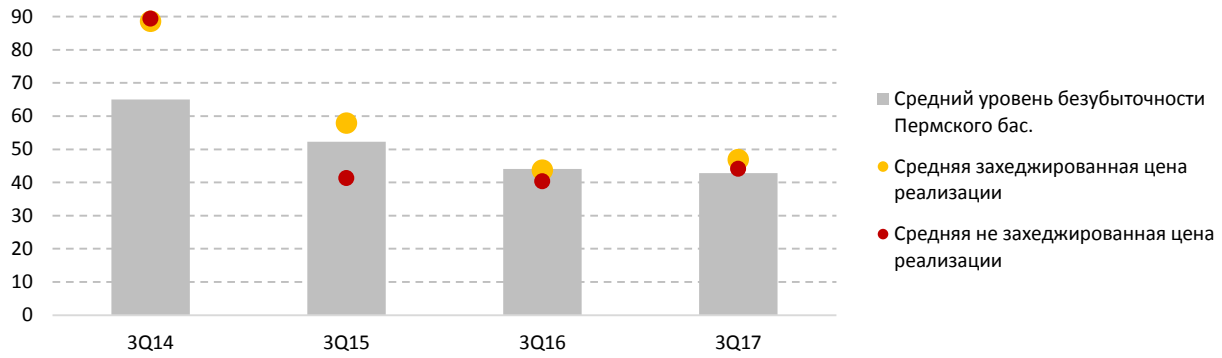

График составлен по данным Bloomberg Intelligence. Пермский бассейн в США является одним из крупнейших по объему добычи сланцевой нефти.

Экономика сланцевой добычи в США в текущем году была благоприятной – даже не захеджированные цены реализации добываемой нефти были выше среднего уровня безубыточности добычи на одном из крупнейших месторождений США.

Операционные показатели сланцевых компаний США, $ млрд.

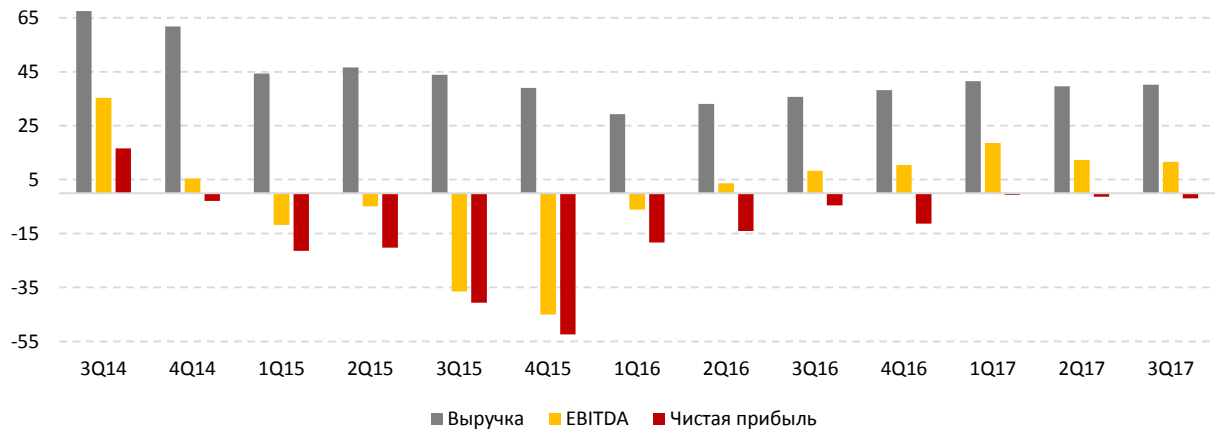

График составлен по данным Bloomberg Intelligence

Рост нефтяных цен позволил американским компаниям значительно улучшить свое положение – EBITDA устойчиво держится в положительной плоскости, чистая прибыль по-прежнему отрицательна, однако величина убытка заметно сокращается по отрасли.

Сланцевые компании США воспользовались благоприятной ценовой конъюнктурой для реструктуризации задолженности на более выгодных для себя условиях – на конец 3-го – начало 4-го квартала текущего года пришелся самый высокий объем эмиссии новых бондов сектора за последние три года. Крупнейшим сланцевым производителям США удалось перенести выплату основной суммы долга с 2020-23 на 2025-27 гг.

Динамика CAPEX сланцевых компаний США (2014 = 100%)

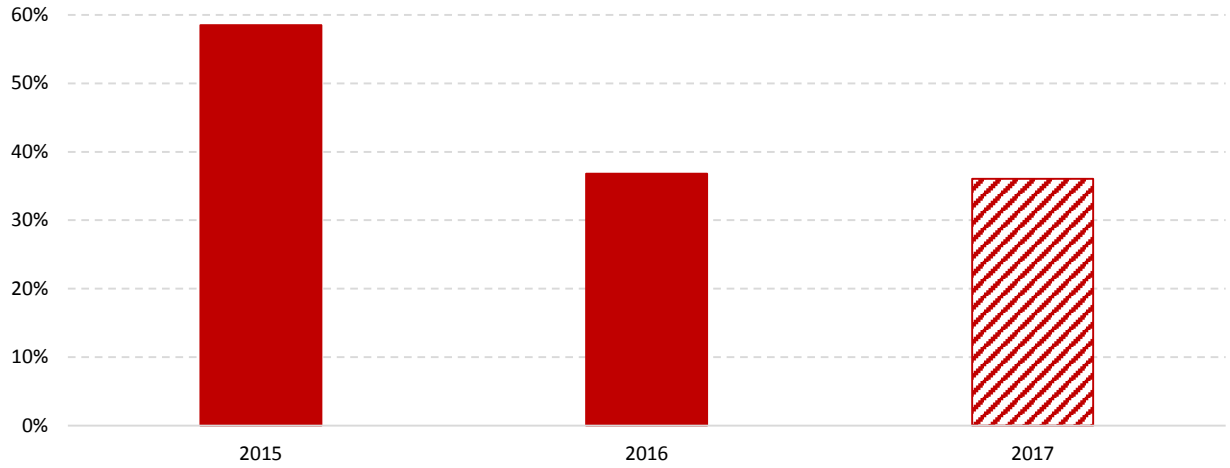

График составлен по данным Bloomberg Intelligence

CAPEX сланцевых компаний США продолжает снижаться, однако по итогам 2017 года снижение будет чисто символическим – на 1% к уровню 2016 года. Самым тяжелым для американских компаний с точки зрения нефтяных цен был 2016 год, когда даже хеджирование цен поставок нефти не покрывало всех расходов на ее добычу (см. график выше «Экономика сланцевой добычи в США»). В текущем году отрасль «приходила в себя», вероятно в 2018 году мы увидим рост капитальных затрат со стороны сланцевых компаний США.

Динамика сделок M&A в сланцевой индустрии США (9м14 = 100%)

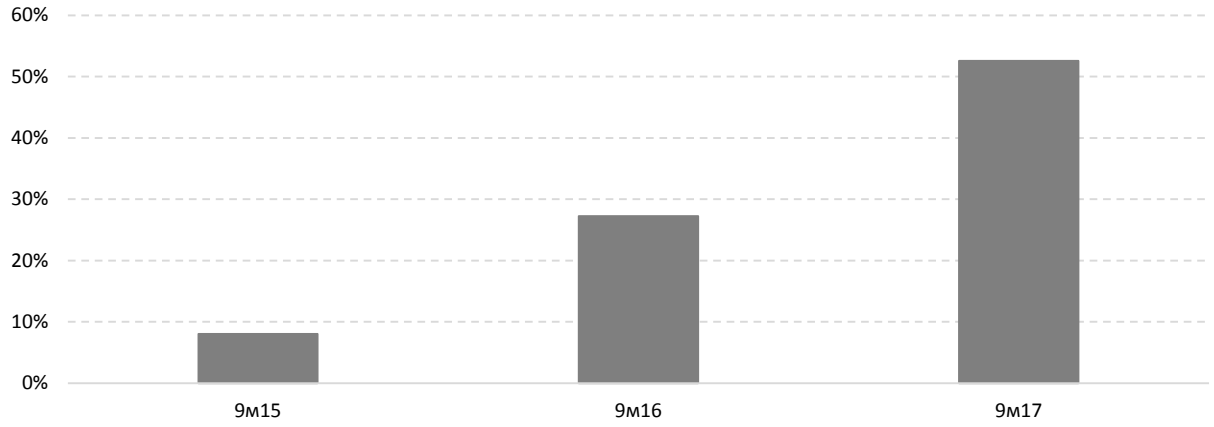

График составлен по данным Bloomberg Intelligence

Объем сделок слияний и поглощений среди независимых сланцевых производителей США уверенно растет, однако пока составляет лишь 53% от уровня 9м14 или $21 млрд. Консолидация в отрасли продолжается. Как и прежде, большая часть сделок пришлась на приобретение перспективных участков для бурения и добычи.

Таким образом, сланцевая индустрия США за текущий год заметно укрепила свое финансовое положение и готова к значительному росту добычи в 2018 году, которому не сможет воспрепятствовать даже обвальное падение нефтяных цен с сохранением на уровне ниже рентабельности на протяжении всего года.

Американским компаниям для наращивания добычи может быть достаточно WTI по 44 $/бар.

Динамика добычи нефти в США с лагом в 6,5 мес. к цене WTI

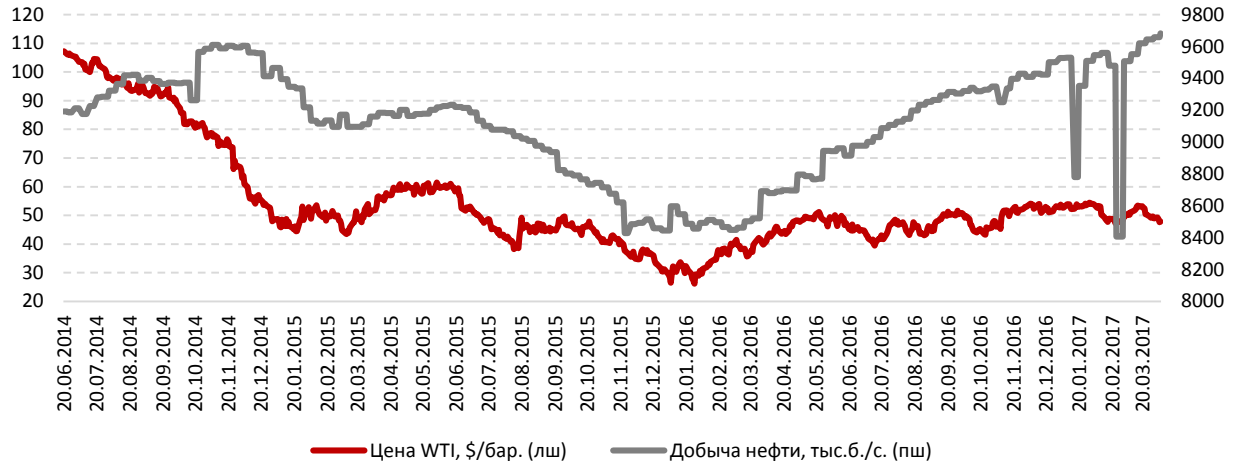

График составлен по данным Bloomberg

Пороговое значение WTI, при котором начинается рост сланцевой добычи, сегодня может составлять уже 44 $/бар. Технический прогресс позволяет снижать себестоимость добычи в среднем на 5%. Если в 1к16 пороговое значение WTI составляло 46 $/бар., то за два года оно могло снизиться на 10% - до 41,4 $/бар. Поскольку с начала 2017 г. наблюдается рост стоимости услуг нефтесервисных компаний, который предположительно «съел» до 5% экономии от технического прогресса, за два года порог WTI мог снизиться на 5% вместо 10% - до 43,7 $/бар. В дальнейших расчетах мы примем пороговое значение WTI условно равным 44 $/бар. Эмпирически подтвердить данный факт невозможно, поскольку нового дна с начала 2016 года рынок еще не видел.

Вырос лаг между изменением цены WTI и реакцией нефтяных компаний США в виде предложения нефти – если пару лет назад лаг оценивался американскими специалистами в 5,5 мес., то сейчас составляет порядка 6,5 мес.

Эксперты Массачусетского технологического института (MIT) обнаружили, что эффект технического прогресса в сланцевой индустрии США был переоценен как минимум вдвое – если раньше считалось, что новые технологии ежегодно увеличивают производительность сланцевой добычи на 10%, то специалисты MIT считают, что в реальности этот показатель составляет в лучшем случае 6,5%.

Спред Brent-WTI в 2017 году, $/бар.

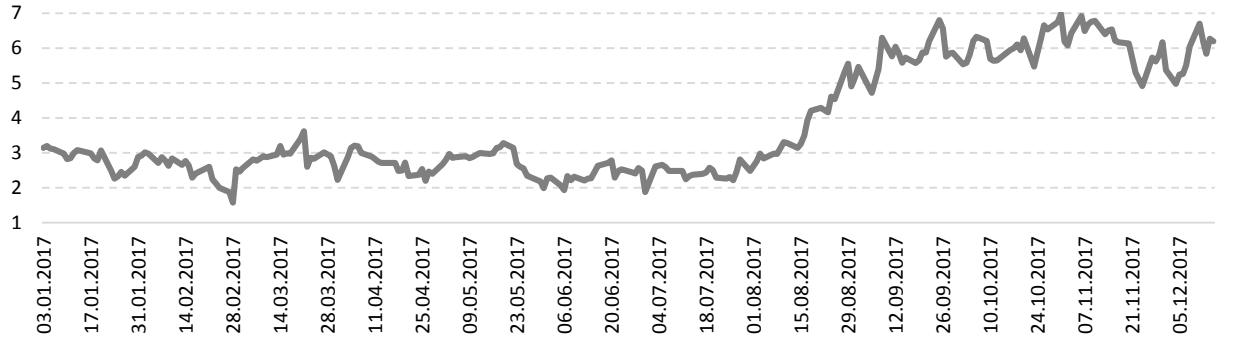

График составлен по данным Bloomberg

Спред Brent-WTI с конца июля 2017 г. увеличился более чем в 2 раза, достигая в определенные дни почти $7, что, по всей видимости, связано с чередой разрушительных ураганов в США, которые воспрепятствовали нормальному процессу добычи, экспорта и переработки американской нефти и привели к неожиданному росту нефтяных запасов.

Спред Brent-WTI в 2018 г. будет в среднем близок к $4. Между уровнем добычи нефти в США и спредом Brent-WTI наблюдается положительная корреляция с коэффициентом чуть выше 0,35. Поскольку в следующем году добыча в США в среднем вырастет на 11%, то роста спреда Brent-WTI можно ожидать на уровне 3,5% к среднему с начала текущего года значению в $3,67, что даст среднее значение спреда на будущий год в $3,8.

Цена WTI будет стремиться к уровню, при котором американские сланцы начинают расти, а именно – 44$/бар., что по итогам 2018 г. приведет к средней цене WTI в 54 $/бар. В таком случае, при сохранении спреда Brent-WTI до конца 2018 г. в размере 3,8 доллара, цена Brent по итогам всего 2018 года составит в среднем 58 $/бар.

Основные тенденции мирового спроса и предложения нефти и нефтепродуктов

Динамика спроса-предложения нефти и нефтепродуктов в мире, млн.б./с.

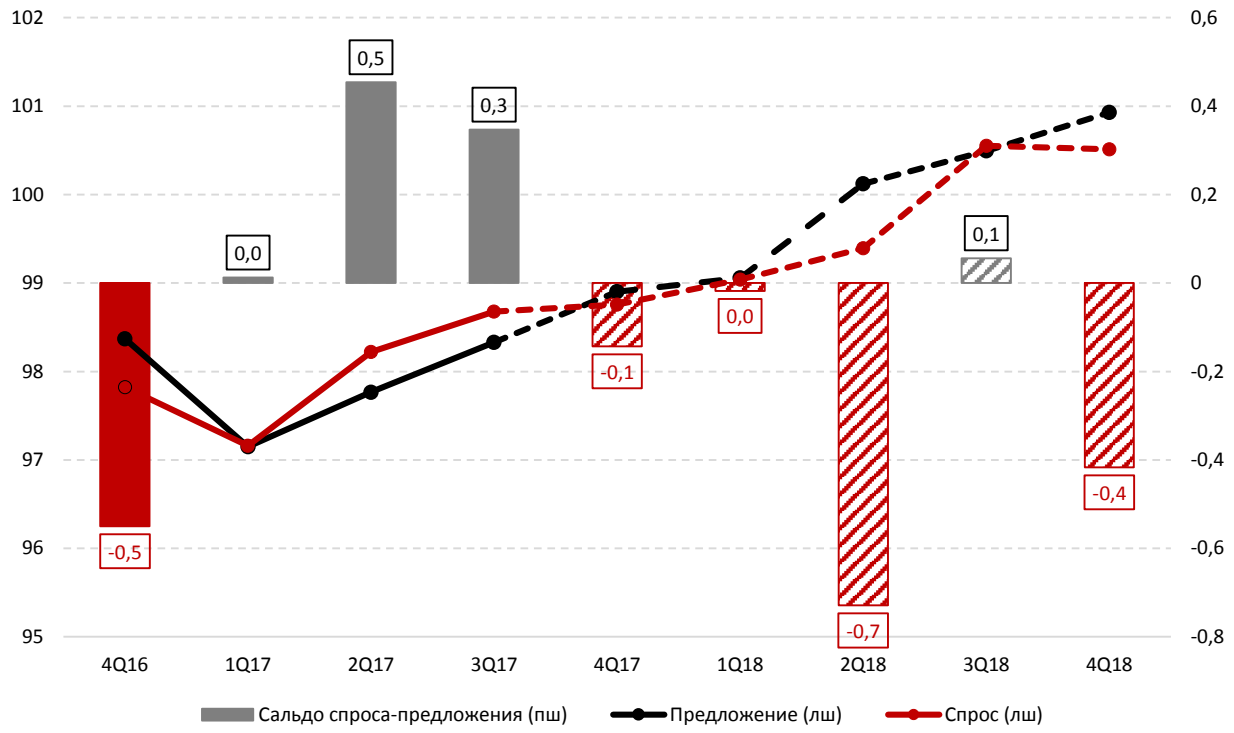

График составлен по данным Bloomberg Intelligence

МЭА ожидает превышение мирового предложения нефти над спросом на протяжении почти всех кварталов 2018 г. Хотя превышение не будет существенным, и участники сделки ОПЕК+ надеются, что мировые запасы нефтепродуктов достигнут среднего за пять лет значения к середине 2018 года, остаются большие вопросы по балансировке мирового рынка в следующем году.

Wood Mackenzie прогнозирует замедление роста мирового спроса на нефть до 0,9 млн.б./с. в 2018 году, поскольку рост азиатских экономик продолжит замедляться, а спрос со стороны европейских стран будет снижаться.

Мировое потребление нефти стран ОЭСР в 2017 г. качественно не изменилось – в США на конец 3к17 произошло небольшое снижение потребления в годовом выражении, рост в европейских странах был всего на 150 тыс.б./с., в Японии произошло снижение потребления на 120 тыс.б./с.

Страны вне ОЭСР остались основным драйвером роста мировго потребления нефти – годовой прирост потребления нефти в Китае составляет 360 тыс.б./с., а в прочих азиатских странах – 350 тыс.б.с/. В обоих случаях рост потребления немногим превышал 1%.

США берут курс на постепенное замещение импорта нефти собственным производством

График составлен по данным Bloomberg Intelligence

За текущий год США нарастили экспорт своей нефти почти вдвое – американская нефть направляется в т.ч. на рынки Европы и Азии. Однако пока говорить о существенном объеме американского экспорта не приходится – эксперты прогнозируют его рост до 2,2 млн.б./с. только к 2020 году.

Импорт нефти в США имеет почти плоскую динамику с незначительным потенциалом роста, который со временем будет снижаться – разница между потреблением и производством нефти в США с 1Q13 и на конец 4Q17 сократилась почти в 2 раза и должна составить 4 млн.б./с. По итогам 2018 года эта разница должна снизиться до 3,5 млн.б./с.

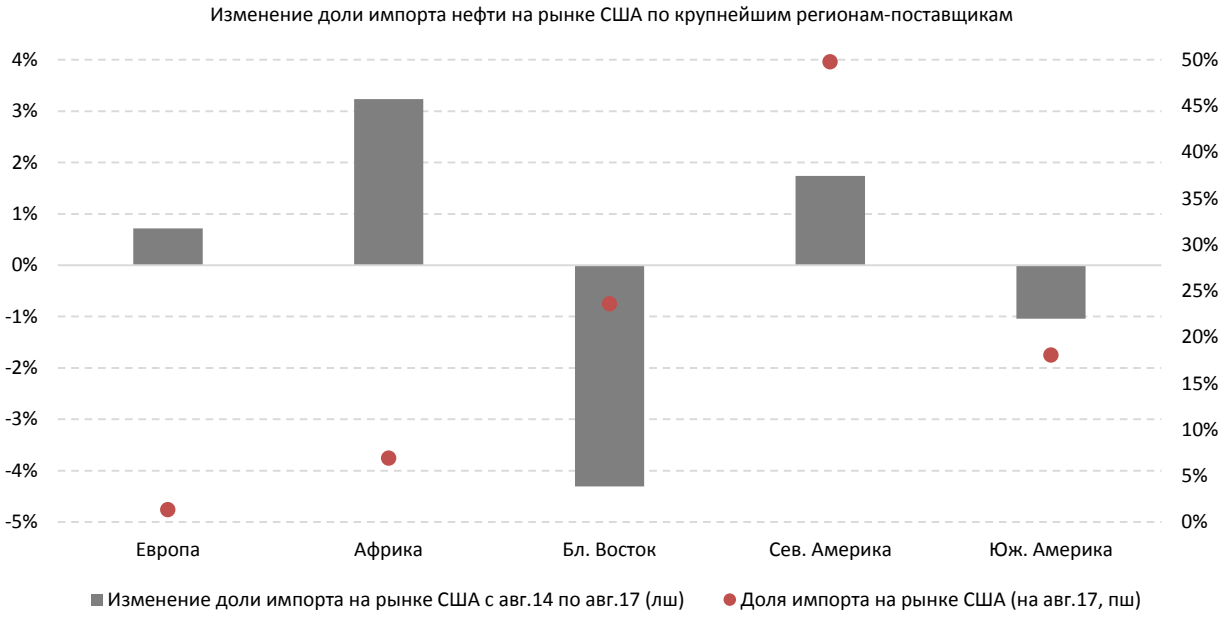

График составлен по данным Bloomberg Intelligence

МЭА прогнозирует, что США станут нетто-экспортером нефти к 2027 году – пока же США наращивают импорт нефти от ближайших соседей – Канады и Мексики, и постепенно снижают поставки с Ближнего Востока.

Средняя цена Urals в 2018 году будет более, чем на 30% выше уровня, заложенного в российский бюджет

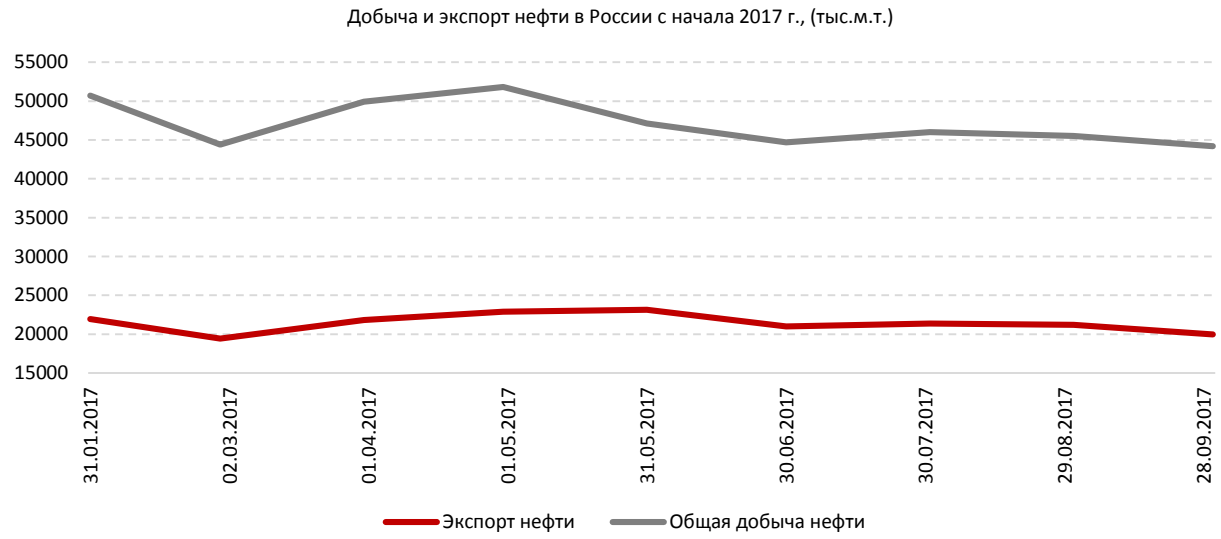

График составлен по данным Bloomberg

Добыча и экспорт нефти в России в 2018 году останутся близкими к значениям 2017 года – соответственно на уровне 547 и 252 млн. тонн по причине продления сделки ОПЕК+ до конца 2018 года.

После завершения сделки ОПЕК+ рост добычи и экспорта нефти в России составит 5-6% в год, что следует из прогноза МЭР по добыче и экспорту российской нефти в 2019-2020 гг. В первый же год по завершении сделки ОПЕК+ Россия дополнительно выведет на мировой рынок свыше 0,6 млн.б./с. нефти (при условии сохранения объема экспорта на уровне 46% от общего объема добываемой нефти).

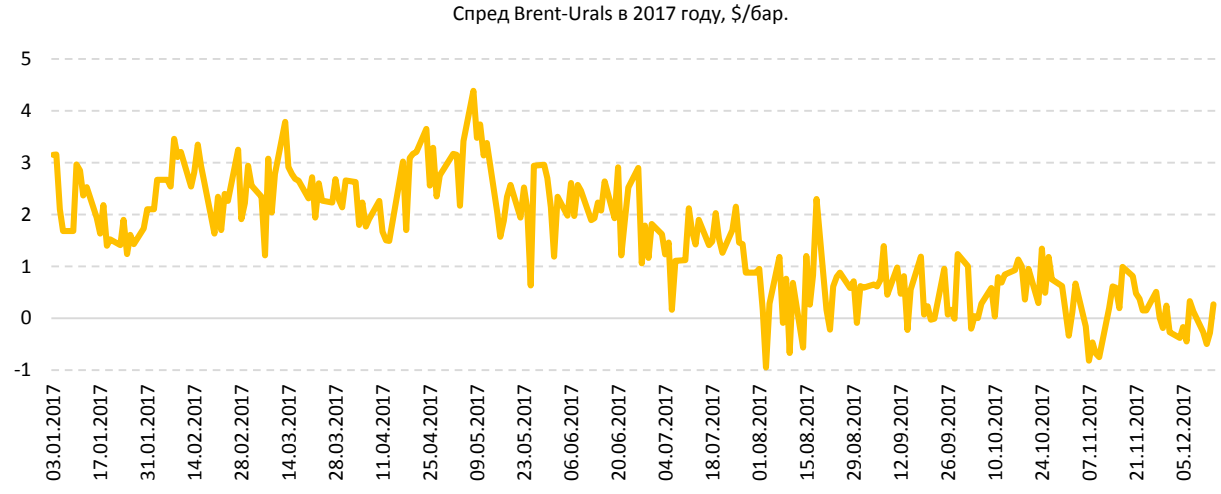

График составлен по данным Reuters

Среднее значение спреда Brent-Urals в 2017 году снизилось вдвое по сравнению с 2016 годом – до $1,5, что является прямым следствием изменений в объемах мировой нефтедобычи. В последние месяцы 2017 г. спред Brent-Urals все чаще стал попадать в отрицательную плоскость.

Средняя цена Urals в базовом сценарии составит приблизительно 56,5 $/бар. по итогам 2018 года, что значительно превышает прогнозную величину, заложенную в российский бюджет 2018 года. Данная цена складывается при условии роста добычи нефти в США на 11%, что с учетом коэф. корреляции между спредом Brent-Urals и добычей нефти в США в «-0,4» приведет к дальнейшему сужению среднего значения спреда Brent-Urals за 2017 год на 4,5% - до $1,43.

Спасет ли мировой рынок нефти продление соглашения ОПЕК+ до конца 2018 года?

30 ноября 2017 г. ведущие мировые экспортеры – участники соглашения ОПЕК+, договорились о продлении сделки до конца 2018 года. К соглашению присоединились Ливия и Нигерия, пообещавшие не превышать добычу выше максимумов 2017 года (1 и 1,8 млн.б./с. соответственно).

Выполнение соглашения ОПЕК с прогнозом до конца 2018 года, млн.б./с. (4Q16 = 0)

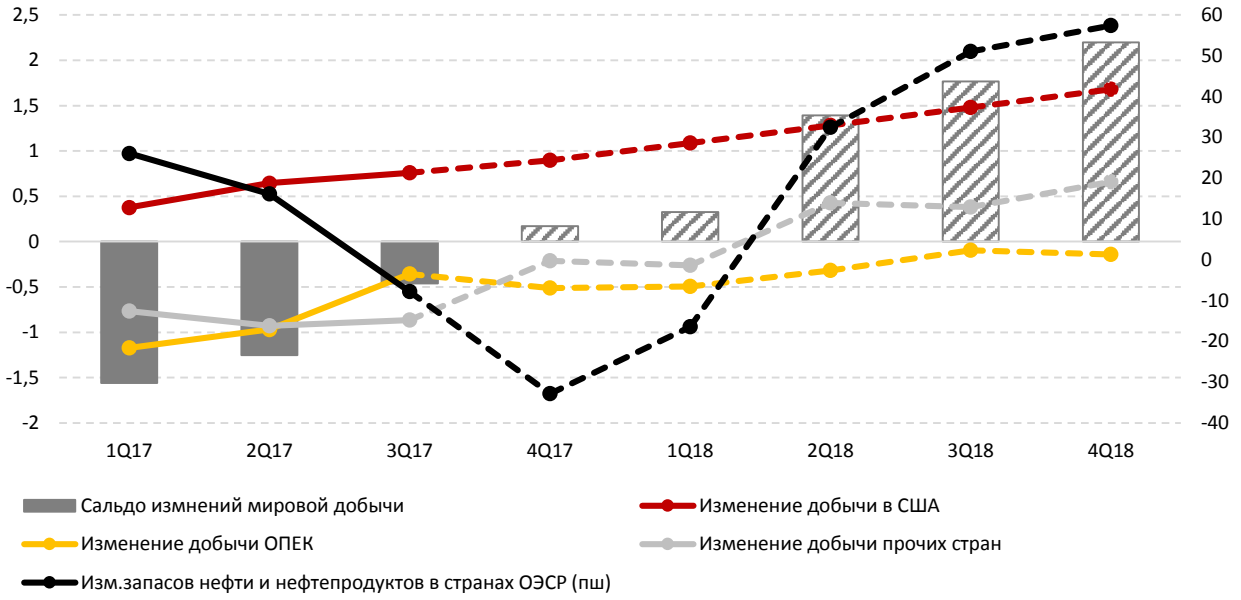

График составлен по данным Bloomberg Intelligence

Мировая добыча нефти начнет расти уже с 4к17, несмотря на добросовестное выполнение условий сделки ОПЕК+ ее основными участниками. Даже при условии поддержания ведущими экспортерами добычи на уровне ниже 4к16 (когда впервые была заключена сделка ОПЕК+) на протяжении всего 2018 г., мировая добыча по итогам следующего года вырастет на 2,2 млн.б./с. к уровню 4к16 в основном благодаря активному росту американских сланцев.

Рост добычи прочих стран произойдет главным образом за счет Канады и Мексики – ожидаемый годовой прирост добычи в этих странах к концу 4к18 составит 340 тыс.б./с. Россия в течение следующего года нарастит добычу на символические 60 тыс.б./с. Основной прирост добычи среди бывших советских республик придется на Казахстан (+125 тыс.б./с.). Ю.Америка (кроме Венесуэлы) в 2018 году нарастит добычу на 127 тыс.б./с.

Разность фактического значения и скользящей средней запасов нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР за 5 лет, млн.бар.

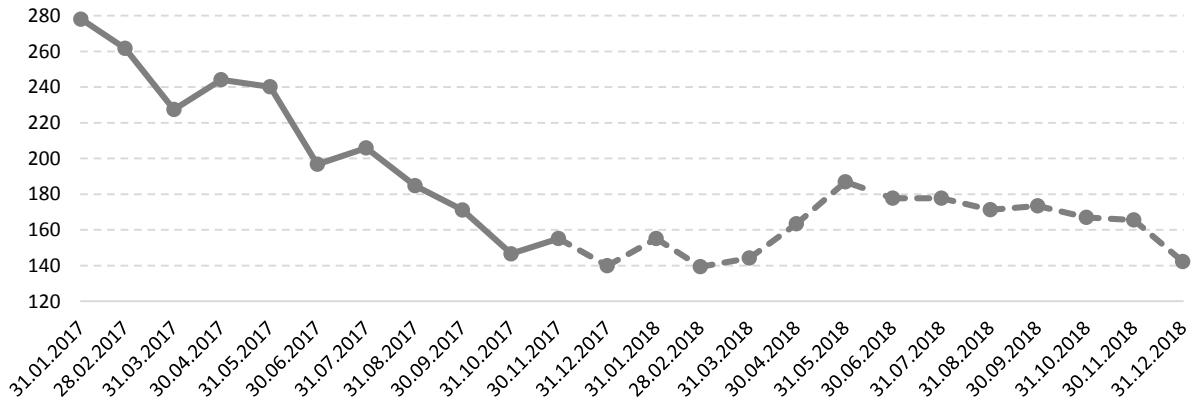

График составлен по данным Bloomberg Intelligence

ОПЕК не удастся выполнить задачу по приведению запасов нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР к среднему за 5 лет значению – усилия участников соглашения ОПЕК+ привели лишь к тому, что избыток мировых запасов снизился почти вдвое за прошедший год – с порядка 300 до 150 млн.бар. Однако избыток мировых запасов сохранится примерно на том же уровне до конца 2018 года.

Сторонам сделки ОПЕК+ необходимо продлить соглашение об ограничении добычи до конца 2019 г., чтобы полностью ликвидировать избыток мировых запасов нефти и нефтепродуктов. Однако в условиях активного роста сланцевой добычи в США продление соглашения ОПЕК+ до конца 2019 г. становится практически невыполнимой задачей.

Таким образом, соглашение ОПЕК+ до конца 2018 года не решит ключевой задачи по приведению мировых запасов нефтепродуктов к среднему за пять лет значению. Уровень мировых цен на нефть не сможет долго оставаться комфортным для ведущих экспортеров, поскольку вне зависимости от дальнейшего продления сделки ОПЕК+, американская сланцевая добыча будет расти. Выход из соглашения ОПЕК+ видится неизбежным, главная задача его участников на ближайшее будущее – сделать этот выход как можно более плавным и понятным для рынка.

Прогнозные сценарии нефтяного ценообразования до конца 2018 года

По состоянию на декабрь 2017 года, на мировом рынке сложилось хрупкое равновесие с колебанием нефтяных цен марки WTI возле уровня 57$/бар. и Brent возле уровня 63$/бар. Мы считаем, что до середины 2018 г., когда состоится следующее заседание ОПЕК, цены на сорта нефти Brent и WTI будут оставаться близко к вышеуказанным значениям. После заседания ОПЕК в середине 2018 г. цены будут снижаться до порогового значения WTI в 44 $/бар. (значения, при котором американская сланцевая добыча приобретает плоскую динамику) в преддверии выхода ведущих экспортеров из соглашения ОПЕК+ по окончании 2018 года. Поскольку участникам соглашения ОПЕК+ удастся выработать механизм постепенного и понятного рынку выхода из соглашения до его окончания, снижение нефтяных цен будет плавным.
Мы не ожидаем, что участники сделки ОПЕК+ решатся на ее продление до конца 2019 года, поскольку сланцевая добыча в США вошла в фазу устойчивого роста, который продолжится при любом решении ведущих экспортеров по дальнейшей судьбе сделки ОПЕК+. В сложившейся ситуации поддерживаемый соглашением ОПЕК+ уровень нефтяных цен в мире перестанет быть комфортным для ведущих экспортеров еще до конца 2018 года. В обозримом будущем равновесие на рынке может быть нарушено одним из (или группой) следующих факторов:

	Фактор	Влияние на цены	Комментарии
1	Рост производства внутри ОПЕК	▼	В случае пробуксовывания соглашения ОПЕК+
2	Рост производства вне ОПЕК (кроме США)	▼	В случае пробуксовывания соглашения ОПЕК+
3	Активный рост производства сланцевой нефти в США	▼	Если темпы роста добычи окажутся выше прогнозов экспертов
4	Снижение спроса в Китае и Индии	▼	В случае спада в экономиках и заполненности нефтехранилищ
5	Дальнейший рост мировых запасов нефти	▼	В случае недостаточного роста спроса на нефть в мире
6	Перебои в поставках нефти с Ближнего Востока	▲	В случае обострения регионального соперничества С.Аравии и Ирана до открытого военного противостояния

Ввиду сложившихся трендов на мировом нефтяном рынке как со стороны спроса, так и со стороны предложения, сценарные варианты нефтяных цен до конца 2018 года будут следующими:

Сценарии	WTI ($/бар.)	Brent ($/бар.)	Urals ($/бар.)
Оптимистичный	**58**	**62**	**60,5**
Пессимистичный	**51**	**55**	**53,5**
Базовый	**54**	**58**	**56,5**
Fitch		57	
EIA	54	57	

World Bank		56	
ABN AMRO	66	70	
BofA	52	56	
Citigroup	50	54	
Societe Generale	54	58	
Raiffaisen Bank	53	56	
Commerzbank	53	56	
BNP Paribas	50	55	
Deutsche Bank	51,25	54,5	
Среднее	53,7	57,2	
Медиана	53	56	

Базовый сценарий – в свете того, что страны ОПЕК+ будут стараться выполнить условия продленного до конца 2018 г. соглашения, цены на Brent и WTI сохранятся на уровнях, близких к текущим, до середины 2018 г. (когда состоится очередное заседание ОПЕК). После того, как на заседании ОПЕК будет объявлено о выходе из соглашения ОПЕК+, цена WTI начнет плавно снижаться к уровню безубыточного производства нефти в США в 44 $/бар., а цена Brent с учетом среднего спреда в районе 4 долларов будет стремиться к уровню в 48 $/бар. Таких значений цены достигнут ближе к окончанию 2018 г., поскольку ведущие экспортеры сумеют успокоить рынки разработкой понятного плана по выходу из соглашения ОПЕК+. По итогам всего 2018 г. средние цены на нефть будут следующими: WTI 54 $/бар., Brent 58 $/бар. На наш взгляд, этот сценарий наиболее вероятен.

Пессимистичный сценарий – мировой спрос будет расти хуже ожиданий рынка в связи с замедлением китайской экономики и вялым потреблением со стороны развитых стран, международные запасы нефти и нефтепродуктов возобновят рост. Страны ОПЕК+ не смогут выработать внятного плана по выходу из сделки, что добавит неопределенности и заставит рынки сильно нервничать. Такой ход событий после заседания ОПЕК в июне 2018 г. приведет к резкому снижению цен на WTI до 44 $/бар., а Brent – до 48 $/бар., что по итогам всего 2018 года даст среднюю цену WTI на уровне 51 $/бар., а Brent – на уровне 55 $/бар. Такое течение событий представляется нам маловероятным, т.к. участники сделки ОПЕК+ не заинтересованы в высокой волатильности рынка и приложат все усилия, чтобы договориться о плавном выходе из сделки так, чтобы рынок четко понимал, чего ожидать в будущем.

Оптимистичный сценарий - спрос будет расти выше прогнозов на фоне устойчивого восстановления мировой экономики, мировые запасы нефти и нефтепродуктов начнут заметно сокращаться. Действия стран ОПЕК+ по выходу из соглашения будут слаженными и понятными для рынка. Возможный всплеск военной активности в ближневосточном регионе может спровоцировать краткосрочные подъемы нефтяных цен до 65$/бар. и выше. По итогам всего 2018 г. средняя цена WTI составит 58 $/бар., а Brent – 62 $/бар.