

Новая ценовая война на рынке нефти

Геология, геополитика и финансы

Август 2025

— **Новая ценовая война**

В 2025–2026 годах ожидается ценовая война на рынке нефти, вызванная разногласиями в ОПЕК+, ростом добычи в США и геополитической нестабильностью. Это приведет к падению цен до \$40–50 за баррель нефти Brent.

— **Роль Саудовской Аравии**

КСА перешло к стратегии максимизации выручки через объемы добычи и экспорта, что может привести к резкому увеличению предложения и снижению цен.

— **Сланцевая угроза**

Американские сланцевые компании, несмотря на финансовые риски, остаются ключевыми конкурентами благодаря технологическому прогрессу и гибкости добычи.

— **Санкции и ограничения**

Россия, Иран и Венесуэла вынуждены оперировать в условиях жестких санкций, что ограничивает их возможность наращивать экспорт и участвовать в ценовой войне.

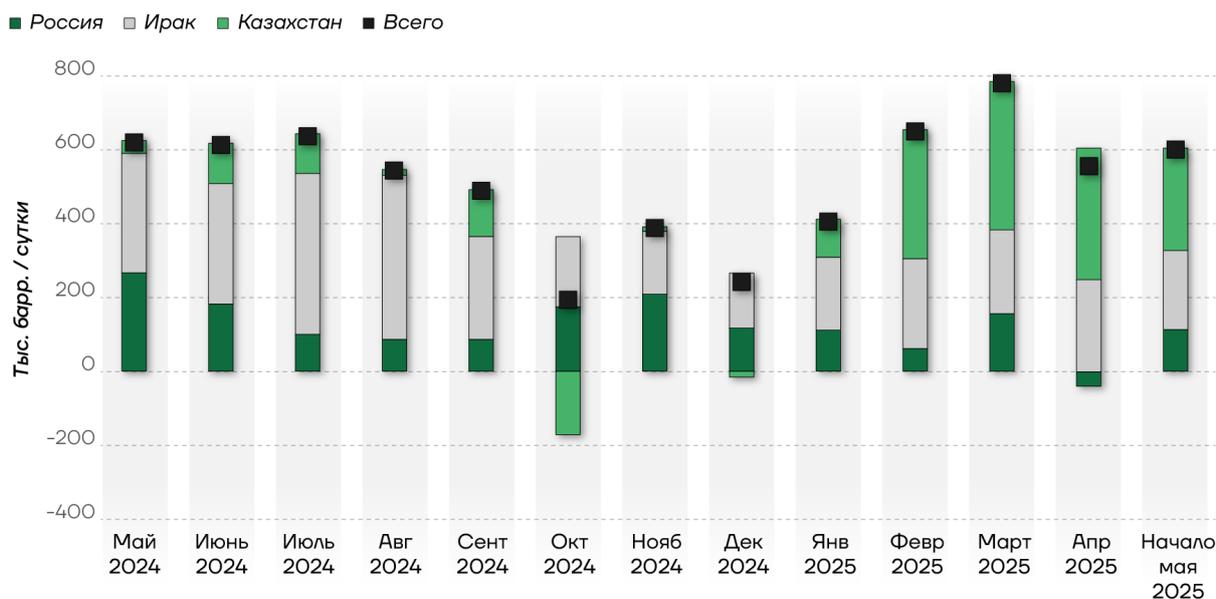
— **Геополитические факторы**

Политика Трампа, санкции и внутренние конфликты в ОПЕК+ усугубляют нестабильность на рынке нефти.

В 2025–26 годах рынок нефти ждет новая ценовая война с падением цены к \$40–50 за баррель Brent. Вряд ли мы увидим повторение отрицательных цен на нефть (WTI), как в 2020 году, но «боевые действия» могут быть более ожесточенными, чем в 2014–2016 годах, т.к. непредсказуемая политика Трампа (риски для спроса и геополитика) мультиплицируют внутренние разногласия в ОПЕК+ и геологические и технологические ограничения сланцевой добычи в США. А еще в игре санкции на Россию, Венесуэлу и Иран, как с возможностью их ужесточения, так и частичного снятия.

В конце апреля 2025 года Королевство Саудовская Аравия (КСА), де-факто, отказалась от попытки «затащить» цены на нефть выше нужных для нее \$90 за баррель и тем самым инициировала переход к стратегии максимизации выручки через объемы добычи и экспорта, а не цены (price over volume policy). И если это еще не начало новой ценовой войны на рынке нефти, то ее явный предвестник.

ПРЕВЫШЕНИЕ КВОТ ОПЕК+ ИРАКОМ, КАЗАХСТАНОМ И РОССИЕЙ

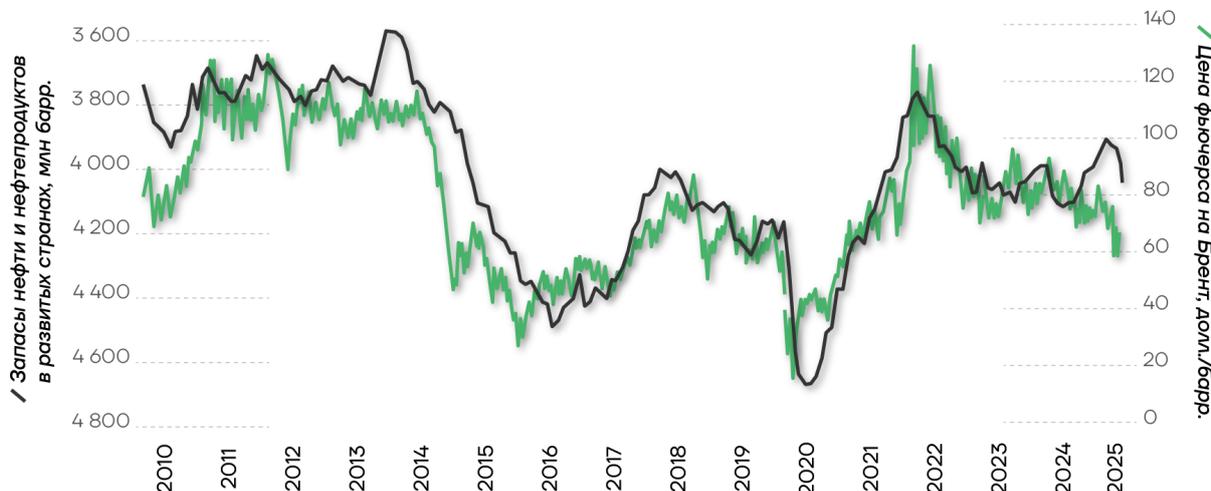


Источник: GS на основе данных мониторингового комитета ОПЕК+

Напомним, что ОПЕК+ — это олигополистический картель. Де-факто, а не де-юре, пока в США не принят законно NOPEC, который предполагает возможность предъявлять иски к странам-членам ОПЕК за картельные практики. И как раз с координацией регулярно случаются проблемы: кто-то из участников постоянно пытается превысить свои квоты и занять нишу КСА. Или же американские сланцевики с бразильскими глубоководниками используют высокие цены на нефть для роста своей добычи. В итоге, саудитам каждый раз приходится резко менять свою политику, чтобы «наказать и отрезвить» партнеров и конкурентов.

КОММЕРЧЕСКИЕ ЗАПАСЫ НЕФТИ И НЕФТЕПРОДУКТОВ В СТРАНАХ ОЭСР И ЦЕНА НЕФТИ СОРТА BRENT

GS обещает дальнейший рост запасов еще на 6-7% за год



Источник: МЭА, NYMEX

Большую часть 2023–24 годов (до победы Трампа на выборах в США) КСА удавалось удерживать рынок в более-менее стабильном положении. Запасы в развитых странах держались на уровнях чуть ниже 5–10 летних средних, а цена составляла около \$80 за баррель. Однако затем что-то сломалось, и несмотря на дальнейшее снижение запасов, нефть начала стремительно падать.

А все потому, что вся эта политика ограничения добычи, в т.ч. добровольные –1 млн б/с (баррелей в сутки) от КСА, снова пошли в пользу американских сланцевиков и части «недобропорядочных» партнеров по ОПЕК+, как это было и в 2012–14 годах. Даже при недружественном к нефтяникам Байдене они наращивали добычу, пользуясь высокими ценами на нефть и освобождаемым ОПЕК+ местом на глобальном рынке. А после победы «Drill, baby, drill» Трампа их экспансия на мировом рынке нефти может только усилится — еще в свой первый срок он требовал от Китая покупать нефть из США на \$52,4 млрд. С учетом слабых ожиданий мирового спроса на нефть борьба за него будет ужесточаться. У ключевых игроков ОПЕК+ есть лишь два варианта: продолжить отдавать долю рынка американским сланцевикам, но сохранять цены около \$70–80 за баррель или успеть похоронить сланцевые инвестиции за счет резкого падения цены к \$40 за баррель. Вероятно, саудовцы уже склонились ко второму варианту, особенно с учетом того, что остальные партнеры-конкуренты по ОПЕК+ слабее, чем были в 2014–16 годах. И с апреля 2025 года начался рост квот.

ДИНАМИКА КВОТИРОВАНИЯ И ДОБЫЧИ ОПЕК+

	ПЛАНОВОЕ ИЗМЕНЕНИЕ КВОТЫ ОПЕК+	РЕАЛЬНОЕ ИЗМЕНЕНИЕ ДОБЫЧИ ОПЕК+
ЯНВАРЬ	–	-20,000
ФЕВРАЛЬ	–	+510,000
МАРТ	–	-110,000
АПРЕЛЬ	+138,000	-100,000
МАЙ	+411,000	+310,000
ИЮНЬ	+411,000	+360,000
ИЮЛЬ	+411,000	
АВГУСТ	+548,000	

Источник: ОПЕК, Bloomberg

ДИНАМИКА ДОБЫЧИ НЕФТИ САУДОВСКОЙ АРАВИИ, РОССИИ И США, 1991-2025ГГ

▲ Саудовская Аравия (на 30.04.25) ▲ Россия (на 31.01.25) ▲ США



Источник: Минэнерго США

Приступая к боевым действиям, даже в рамках экономических войн, каждая страна должна адекватно оценивать как свои силы, так и возможности конкурентов. В контексте нефтяных ценовых войн ключевыми моментами являются геологические и логистические возможности увеличить добычу и экспорт, а также финансовые возможности пережить длительный период низких цен и доходов.

ЗАПАСЫ, ДОБЫЧА И СВОБОДНЫЕ МОЩНОСТИ ОСНОВНЫХ ИГРОКОВ НА РЫНКЕ НЕФТИ

СТРАНА	ОЦЕНКА РЕЗЕРВОВ НЕФТИ (2020, ВР), МЛРД. БАР	ФАКТ. ДОБЫЧА (2024), МЛН Б/С	УСТОЙЧИВЫЙ МАКСИМУМ, МЛН Б/С	СВОБОДНЫЕ МОЩНОСТИ (МЛН Б/С)	ВОЗМОЖНОСТЬ БЫСТРОГО ЗАПУСКА	ОГРАНИЧЕНИЯ / УСЛОВИЯ
США	68,8	~13,2	~13,5 – 14,0	~0,5 – 1,0 (в теории)	Нет (месяцы)	Коммерческий характер, нет централизованного управления
САУДОВСКАЯ АРАВИЯ	297,5	9,3	~11 – 12	1,5 – 3,0	Да (недели)	Инфраструктура готова, часть резервов стратегическая
РОССИЯ	107,8	9,5	10	~0,2 – 0,3	Нет (месяцы)	Санкции, логистика, снижение инвестиций и доступности СПГ
ИРАК	145,0	~4,2	~4,7 – 5,0	0,3 – 0,5	Частично (недели – мес.)	Проблемы с инфраструктурой, политическая нестабильность
КУВЕЙТ	101,5	~2,5	~3,0	0,2 – 0,5	Да (недели)	Зависимость от ОПЕК+, ограниченные темпы инвестиций
ИРАН	157,8	3,0	3,8	1,5 – 2,5	Частично (мес.)	Санкции, проблемы с экспортом, старение инфраструктуры
ОАЭ	97,8	3,2	4,0	0,5 – 1,0	Да (недели)	Зависят от квот ОПЕК+, развивают мощности до 5 млн б/с

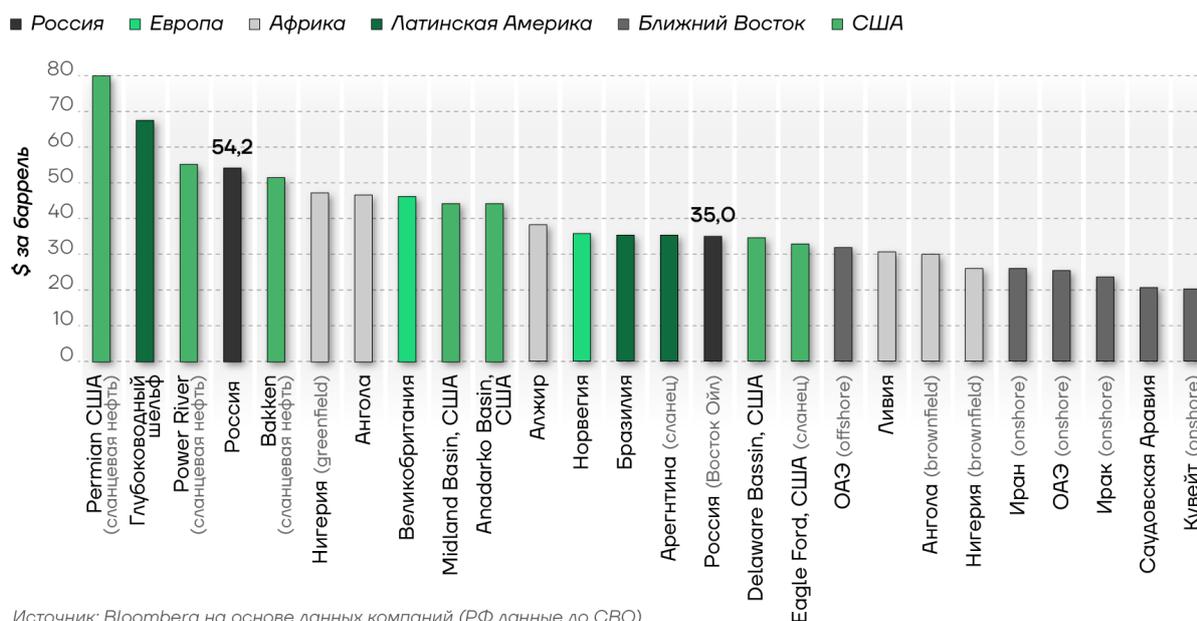
Источник: EIA (отчеты по странам), Saudi Aramco Annual Report, Минэнерго США, МЭА, ВР.

Примечание: не включены Канада и Венесуэла с огромными запасами нефти в 170 и 300 млрд. баррелей, т.к. это в основном трудноизвлекаемые битумные пески в Канаде и очень теоретические и совершенно неразработанные запасы тяжелой нефти в Венесуэле.

Вот так суммарно выглядит стартовая позиция в терминах геологически доступных резервов увеличения добычи, а также экспертная оценка технологических, логистических, геополитических и финансовых возможностей вывести эти объемы на мировой рынок. На бумаге, у КСА самые сильные позиции, т.к. и мощностей больше всего, и ограничения на их ввод выглядят наиболее мягкими.

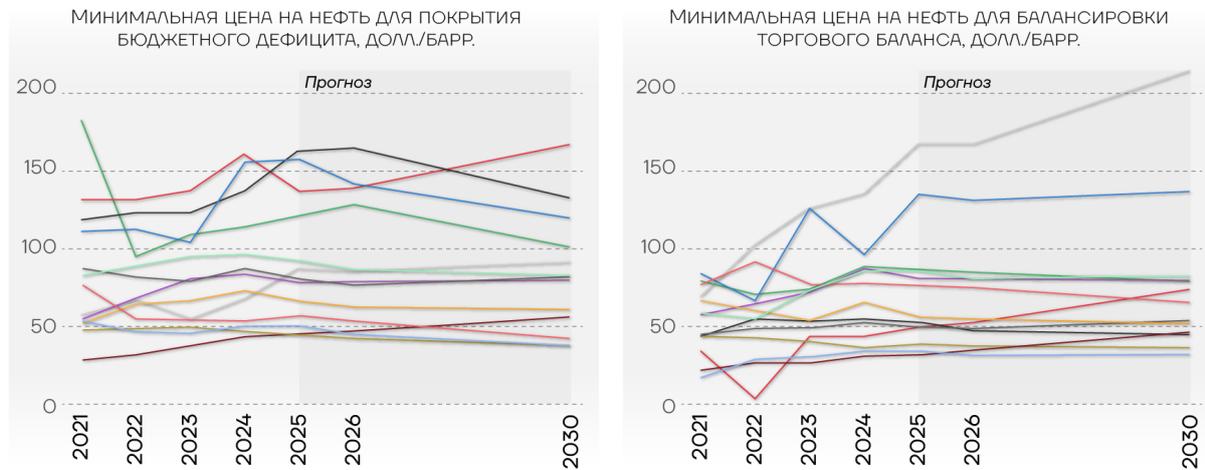
Важна также и себестоимость добычи, с которой всегда есть много разных оценок и допущений. Особенно сложно оценивать страны с доминированием госкомпаний, где добавляются факторы бюджетной и налоговой политики. В России, например, очень высокие налоги на добычу и экспорт нефти, а в КСА вообще вся нефть государственная и формирует бюджет — отсюда и требование более высокой цены нефти, несмотря на самую низкую себестоимость добычи на скважине.

ОЦЕНКА СЕБЕСТОИМОСТИ ДОБЫЧИ НЕФТИ



ОЦЕНКА ЦЕНЫ НЕФТИ, ТРЕБУЕМОЙ ДЛЯ БАЛАНСИРОВКИ БЮДЖЕТА И СЧЕТА ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ

■ Алжир ■ Азербайджан ■ Бахрейн ■ Иран ■ Ирак ■ Казахстан ■ Кувейт ■ Ливия ■ Оман
■ Катар ■ Саудовская Аравия ■ Туркменистан ■ ОАЭ



Источник: МВФ

Итого, текущая диспозиция «Большой тройки» и основных последователей такова:

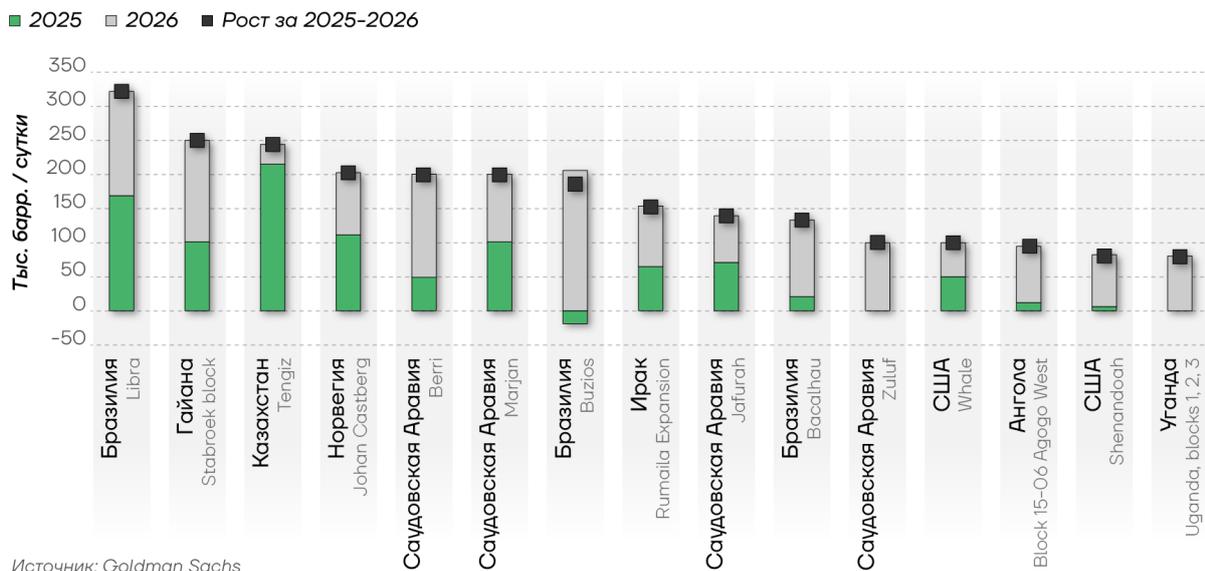
- США** — сланцевая революция позволила им стать главной «страной-бензоколонкой» с 13,2 млн б/с добычи и 3,5–5 млн б/с экспорта (+4 млн б/с экспорта нефтепродуктов). Полностью рыночный сектор нефтяных компаний с широким разбросом себестоимости сланцевой добычи от \$40 до \$80 за баррель. Имеют минимальное налоговое бремя, а зависимость экономики и бюджета США от сектора умеренная, но достаточно сильно выросшая за последние годы. Крупные нефтяники — основные спонсоры Республиканской партии.
- Саудовская Аравия** — после пандемии осознанно отдала роль мирового лидера для балансировки рынка. Добывают 9,3 млн б/с при 11–12 млн б/д доступных мощностей. Экспорт также упал за время действия «пакта ОПЕК+» с более 7 млн б/с до порядка 6 млн. Самая низкая себестоимость добычи — \$20 за баррель, но очень высокая зависимость экономики и бюджета от сектора — бюджет балансируется только при цене нефти выше \$90 (будет снижаться к \$80, если реализуют Vision 2030 — государственную программу, направленную на диверсификацию социальной, культурной сферы и экономики). Монополия одной компании, Saudi Aramco.
- Россия** постепенно выходит на заявленные в «пакте ОПЕК+» уровни добычи и экспорта, чему способствуют и западные санкции. Добыча опустилась, по методологии ОПЕК+, до 8,96 млн б/с (9,5 млн по версии американского Минэнерго) при реалистичных 10 млн б/с мощностей.

Экспорт нефти и нефтепродуктов остается на высоком уровне, несмотря на санкции — 4,86 и 2,7 млн б/с в апреле 2025 года. Гибридная форма рынка с крупными госкомпаниями и частными игроками разного размера. Себестоимость \$54 за баррель (\$35 для восточносибирской нефти). Бюджет РФ балансируется (базовая цена нефти по 540-ФЗ) при цене Urals в \$60 за баррель (\$68 за Brent) — ниже, чем у большинства партнеров по ОПЕК+.

- **Иран** — не участвует в квотах ОПЕК+, т.к. давно под санкциями Трампа, который в 2018 году в одностороннем порядке отменил «ядерную сделку» с Тегераном. За президентство Байдена Иран восстановил добычу до 3-3,3 млн б/с при оценке мощностей в 4,5-5,5 млн б/с и официальном экспорте чуть ниже 2 млн б/с. Монополия госкомпания — NIOC. Себестоимость добычи одна из самых низких, \$26 за баррель. Но бюджет балансируется при очень высокой цене — выше \$160 за баррель (для внешней торговли нужны более скромные \$50-60).
- **Остальные крупные игроки** — Бразилия, Нигерия, Мексика, Гайана — имеют свои особенности и проблемы, преимущественно добывают нефть с высокой себестоимостью и на месторождениях с низкой способностью регулировать добычу. В нефтяных войнах они обычно становятся «побочными жертвами», но в этот раз могут и ответить — именно на Бразилию и Гайану придется половина прироста добычи вне ОПЕК сланца, т.к. их месторождения добавят более 800 тыс. б/с в 2025-2026 годах. Казахстан, Аргентина с ее сланцем и даже Норвегия дадут вместе еще «лишних» 500 млн б/с.

ПРОГНОЗ РОСТА ДОБЫЧИ НЕФТИ

Топ-15 быстрорастущих проектов за исключением сланцевых



Тем не менее, наличие множества фигур на шахматной доске разворачивающейся нефтяной партии не должно вводить в заблуждение — основные бои развернутся между КСА и американским сланцем. Ведь РФ, Иран и Венесуэла обложены санкциями, Бразилия и Казахстан с Нигерией очень чувствительны к ценам на нефть из-за высокой себестоимости и капиталоемкости проектов, а страны Залива — ОАЭ, Кувейт — последуют за КСА. Наверное, только Ирак может вмешаться в эту борьбу, но мы слишком привыкли к геополитическим потрясениям в этом регионе, чтобы поверить в его способность вырваться из текущих 4 млн б/с при техническом потенциале в 5 млн б/с. Планы у Ирака грандиозные — нарастить добычу до 7 млн б/с в следующие 5 лет с помощью китайских фирм: CNPC, Petrochina и их инжиниринговые дочки, а также Западная Курна неподалеку от экспортного терминала в Басре и Киркук в Курдистане (разрабатывается британской BP) должны обеспечить основной рост добычи.

Сможет ли Саудовская Аравия быстро вбросить на мировой рынок несколько миллионов баррелей в сутки, де-факто выйдя из «пакта ОПЕК+», предложив дисконт к цене Brent, чтобы завлечь Китай и другие развивающиеся страны, которые не захотят отказаться от дешевой ближневосточной нефти в пользу американской даже при давлении Трампа через торговые сделки?

Анализ «боеспособности» Саудовской Аравии

Дискуссии вокруг «честности» оценок запасов нефти в КСА и реальных возможностей увеличения добычи в стране ведутся аж с 1988 года, когда страна резко (на 50%) увеличила размер своих нефтяных запасов с 169,6 млрд баррелей до 255 млрд. Ключевой причиной для такого действия стало изменение принципа установления квот в рамках ОПЕК: чем выше заявленные запасы — тем выше квота. И вслед за ней аналогично «пересчитали» запасы Кувейт, ОАЭ, Иран, Ирак.

Кстати, для сторонников «теории заговора» — все это якобы было сделано в рамках соглашения с США по обрушению цен на нефть для банкротства и последующего распада СССР. Хотя более вероятна версия, что тогда (как и в 2014-2016 годах, начале 2020 года и сейчас) Саудовская Аравия просто устала в одиночку тащить бремя поддержки цен, снижая свою добычу в первой половине 80-х, тогда как воюющие друг с другом Иран и Ирак постоянно находили способ обойти квоты и занимали освобождаемую саудитами нишу рынка.

ПЕРЕСМОТР ЗАПАСОВ НЕФТИ БЛИЖНЕВОСТОЧНЫМИ СТРАНАМИ

Доказанные запасы нефти по данным ВР, 1980–2020

■ Саудовская Аравия ■ Ирак ■ ОАЭ ■ Кувейт



Источник: ВР

Но вернемся к реакции мирового сообщества на такой резкий и ничем не мотивированный пересмотр запасов на Ближнем Востоке. Так Международное энергетическое агентство (МЭА) в своих отчетах не раз подчеркивало, что данные ОПЕК «не проходят геологическую или техническую верификацию», а оценки запасов являются номинальными и политически мотивированными для манипуляции квотами. Такого же мнения придерживались и независимые эксперты, такие как Колин Кемпбелл (геолог из ASPO) и Мэтью Симмонз (автор книги «Twilight in the Desert» («Сумерки в пустыне»). Последний из них проанализировал технические отчеты Aramco и на их основании подверг сомнению достоверность саудовских запасов. Международные СМИ (The Economist, Financial Times и Wall Street Journal) также публиковали в 1990-х множество критических статей о «гонке за квотами» и недостоверности резервов в ОПЕК. В любом случае, внешние аудиторы не были допущены к оценке запасов или же их выводы не становились достоянием общественности.

Второй раз КСА удивило всех в рамках подготовки к IPO Saudi Aramco в декабре 2019 года. Под такое «серьезное дело» (планировали получить капитализацию чуть ли не в \$2,3 трлн — в итоге разместились хуже, капитализация составила \$1,7 трлн, а \$2,5 трлн достигла в 2022 году) запасы снова повысили — в этот раз на более скромные 12%. Но важнее, что в 2017–2018 годах был проведен внешний аудит запасов авторитетными DeGolyer and MacNaughton, подтвердивший их на уровне 297,67 млрд баррелей. В том числе были включены запасы совместных месторождений с Кувейтом в районе Нейтральной Зоны (Neutral Zone) между странами. Тогда же была принята долгосрочная программа

Vision 2030, нацеленная, в том числе на увеличение прозрачности в отчетности и привлечение инвестиций.

Реакция на этот пересмотр была уже достаточно сдержанной: от оптимистических оценок повышения прозрачности от инвестбанков (Credit Suisse и Morgan Stanley) до традиционно негативного от либеральной прессы (Bloomberg и FT), указывающим на искажение общей картины за счет запасов Нейтральной Зоны. Некоторые аналитики по-прежнему считали, что аудит был политически мотивирован — под задачу оценки Aramco как \$2+ трлн компании. А геологи отмечали, что подтверждение запасов не даёт гарантии долгосрочной устойчивой добычи на уровне 12 млн б/с — в Rystad Energy согласились с высокими запасами, но подчеркнули, что реализуемость зависит от капвложений и темпов добычи, а не только от чисел на бумаге.

Скептики могут задаться вопросом, а что если реальные запасы Саудовской Аравии по-прежнему должны быть отсчитаны от уровня 1987 года, т.е. от примерно 170 млрд баррелей? Тогда при средней добыче в 8,6–9 млн б/с за следующие 37 лет из недр Аравийской пустыни должны были выкачать 120 млрд баррелей нефти. Тогда запасов нефти в КСА осталось меньше 50 млрд баррелей — по-прежнему много по мировым меркам, но крайне мало, чтобы легко обещать рост добычи до 12–13 млн б/с (нефти останется только на 10 лет).

Тем не менее, больше аргументов за хотя бы частичную обоснованность такого пересмотра вверх объема резервов: технический прогресс (особенно в части гидроразрыва для увеличения дебета скважины) сделал колоссальный шаг вперед, а высокие цены на нефть сделали экономически оправданными менее эффективные участки месторождений. Хорошая аналогия здесь с нефтяными песками в Канаде, которые были известны давно, но лишь в период Супер-Цикла цен на сырье в начале 2000-х стали рентабельны, моментально увеличив резервы Канады с 50 до 180 млрд баррелей. Тут стоит напомнить определение «резервов нефти» по JORC (Объединенный комитет по запасам руды). Это количественно оцененные объемы нефти, которые:

- находятся в известных месторождениях;
- могут быть технически извлечены при текущем уровне технологий;
- экономически выгодны к добыче в существующих условиях (ценах, налогах, доступе).

Классифицируются по трем категориям:

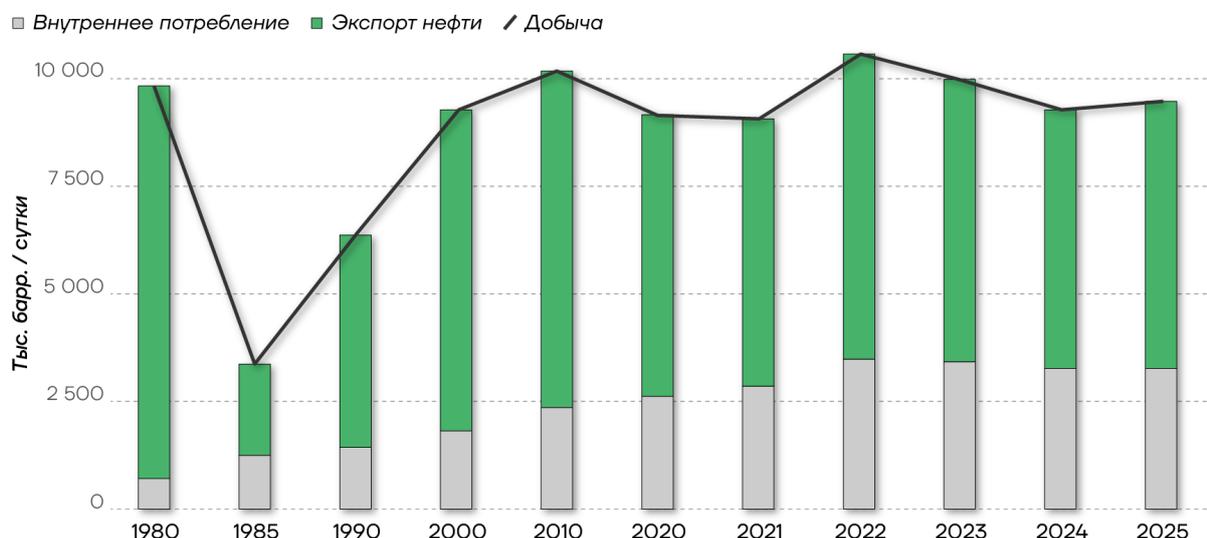
- 1P (proved) — доказанные резервы;
- 2P (1P + probable) — доказанные + вероятные;
- 3P (2P + possible) — доказанные + вероятные + возможные.

Официально Саудовская Аравия не публикует разбивку запасов по всей международной классификации, только по 1P, но существуют оценки и аппроксимации, основанные на внешнем аудите и отраслевых моделях. Упомянутый уже ранее аудит по запасам 1P от DeGolyer and MacNaughton показал 297,7 млрд баррелей нефти всего, включая 258,6 млрд собственно у Saudi Aramco и 39,0 млрд в совместной зоне с Кувейтом. А вот расчеты по 2P и 3P проводились аналитическими агентствами на основе сравнительных моделей с другими странами. Так, по расчетам Rystad Energy и Wood Mackenzie, разброс оценок составил 390–450 млрд баррелей по 2P и 510–590 млрд по 3P.

Так что несложно предположить, что за счет роста цен на нефть и технического прогресса происходила «миграция» резервов из менее доказанного статуса 2P и 3P в официальный 1P даже без новых громких геологических открытий. А если добавить туда оценки ресурсов нефти например, Оксфордский институт энергетических исследований (Oxford Institute for Energy Studies, OIES) указывает, что только в районах Ghawar и Safaniyah может находиться более 300–400 млрд баррелей, из которых 30–40% поддаются разработке), то можно будет окончательно перестать беспокоиться о способности КСА добывать нефть — было бы кому ее продать.

Однако все это рассуждения, имеющие отношение к десятилетиям наперед, а нас сейчас интересует способность Саудовской Аравии «воевать» на ценовых фронтах, т.е. ее способность в ближайшие 1–3 года значительно увеличить экспорт своей нефти. И именно экспортный потенциал, а не только собственно добыча нефти определит силу ее «вооруженных сил». И тут уже нужно разбираться глубже.

ДИНАМИКА ДОБЫЧИ, ЭКСПОРТА И ВНУТРЕННЕГО ПОТРЕБЛЕНИЯ НЕФТИ В КСА

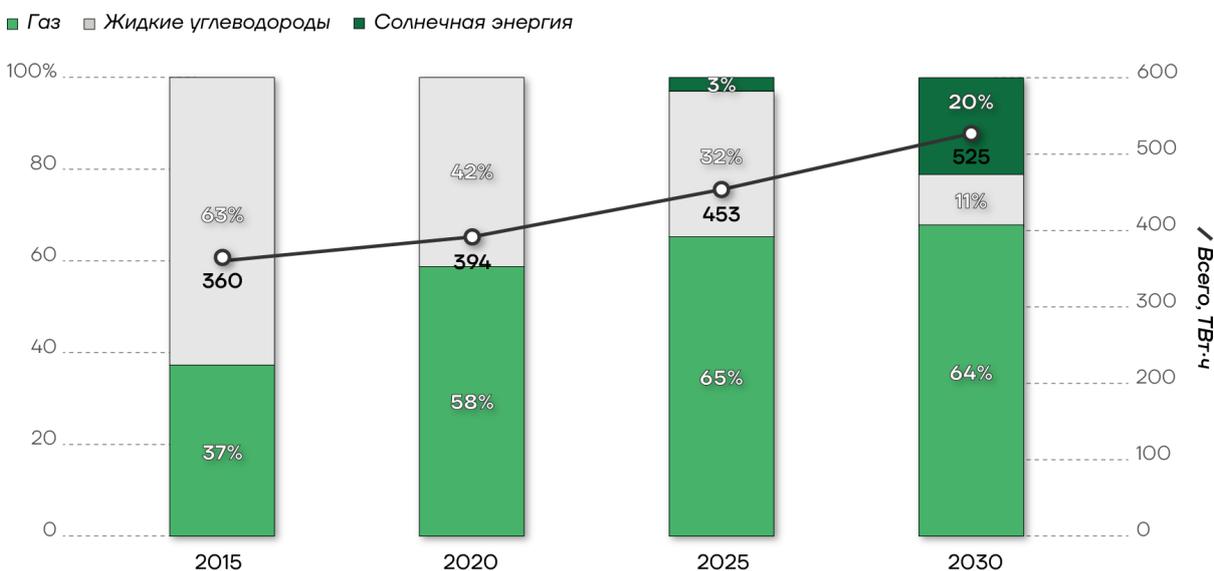


Источник: добыча по данным BP и EIA (ежегодные средние значения); экспорт по CEIC Data до 2020

В первые годы своего нефтяного процветания КСА экспортировало практически всю свою нефть — на внутреннее потребление шло в среднем менее 20%, но с начала 2000-х амбициозные планы по уходу экономики страны от нефтяной зависимости и общий рост внутреннего потребления привели ко все возрастающей доле потребляемой внутри страны нефти — в 2024 году она уже превысила 35%.

Во многом, это следствие исторического наследия — энергосистема и промышленность КСА были построены на основе нефти, т.к. природный газ был лишь попутным «злом» при ее добыче, а инвестиции в ВИЭ пошли только в XXI веке.

ЭНЕРГОБАЛАНС САУДОВСКОЙ АРАВИИ



Источник: Rystad Energy's Oil Trading Solution

Замещение нефти газом во внутреннем потреблении

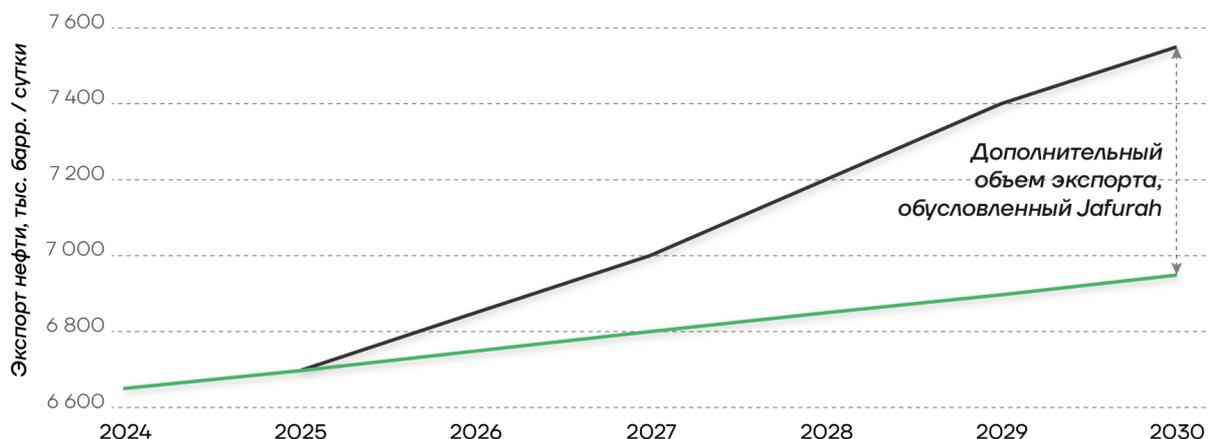
Сейчас Саудовская Аравия сжигает около 0,5–0,6 млн баррелей нефти в сутки для электрогенерации и промышленных нужд, особенно летом. Поэтому Королевство уже давно пытается осуществить переход на газ в своем внутреннем энергобалансе и нефтегазохимии. А солнечная энергия должна занять 20%. Если в 1980-х добыча газа составляла незначительные 10 млрд м³ в год, то к 2000-м это уже были 60 млрд, а в 2023 году вышли на 114,1 млрд.

Во многом этот рост обеспечили несколько проектов переработки газа: Wasit Gas Plant (с 2016 года, 2,5 млрд куб. футов газа в сутки, обеспечивая более 40% несвязанного газа), Hawiyah Gas Plant (с 2001 года, планируется расширение мощности на 1,3 млрд куб. футов в сутки), Fadhili Gas Plant (строительство началось в 2016 году, после завершения сможет обрабатывать 2,5 млрд куб. футов природного газа в сутки).

Но главный проект Саудовской Аравии, который кардинально поменяет весь энергобаланс страны — это сланцевое месторождение Jafurah Gas Field. Этот проект приняли в 2020 году с оценочной стоимостью инвестиций более \$100 млрд. С 2025 года он выходит на первые объемы добычи с достижением проектной мощности к 2030 году. Газовое месторождение Jafurah (Джафур) — это крупнейшее в Саудовской Аравии несвязанное (т.е. не из попутного газа на нефтяном месторождении) газовое месторождение. Его развитие является ключевым элементом стратегии снижения внутреннего потребления нефти и увеличения экспорта нефти. Иронично, что именно американские Schlumberger, Halliburton и Baker Hughes были привлечены в качестве сервисных компаний на этот проект, который несет серьезные риски для американских сланцевиков.

ПРОГНОЗ РОСТА ЭКСПОРТА НЕФТИ ИЗ САУДОВСКОЙ АРАВИИ ЗА СЧЕТ ЗАМЕЩЕНИЯ НЕФТИ ГАЗОМ И ВИЭ ВО ВНУТРЕННЕМ ПОТРЕБЛЕНИИ

▲ Базовый экспорт без учета Jafurah ▲ Экспорт с учетом Jafurah



Источник: на основе данных Rystad, EIA, Oxford

Ресурсная база месторождения 229 трлн куб. футов (>6 трлн. м³) газа и 75 млрд баррелей (STB, Stock Tank Barrels) конденсата, а проектная мощность порядка 2,0 млрд куб. футов газа в сутки (~56,6 млн м³/сут) и 630 тыс. б/с нефтяных эквивалентов, включая этановый конденсат. После ввода

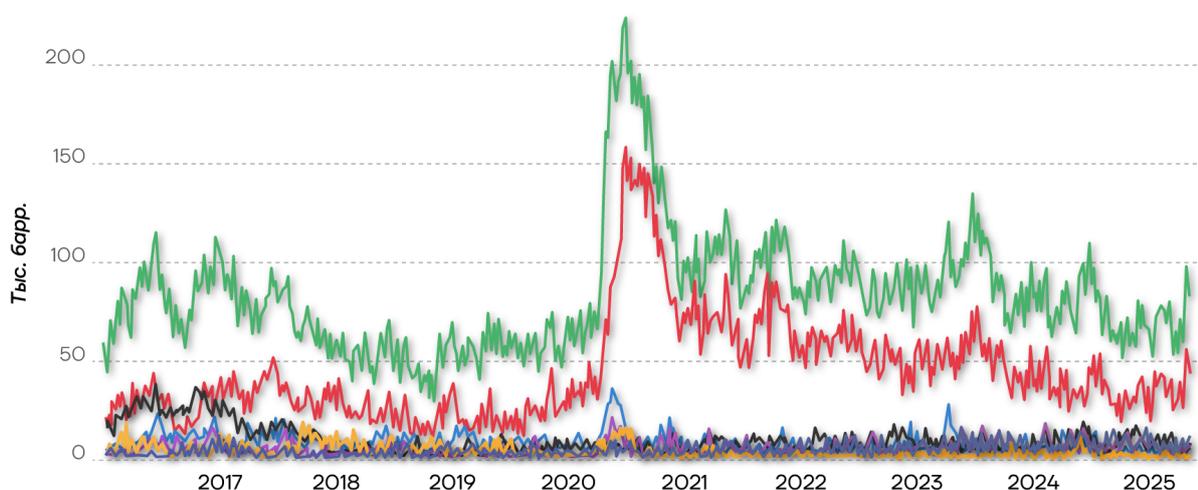
Джафүра его добыча составит 40% совокупной добычи газа в стране. Согласно стратегии Vision 2030, Саудовская Аравия планирует увеличить производство газа на 60% от уровня 2021 года и полностью отказаться от сжигания нефти в энергетике, заменив её на газ и ВИЭ. По оценкам Energy Intelligence, Rystad Energy и OIES, это освободит от 350 до 600 тыс. б/с для экспорта или хранения.

Также немаловажным фактором в способности КСА «залить рынок нефтью» являются имеющиеся у нее запасы. Полуофициальные (были получены с использованием спутникового мониторинга компанией Ursa Space Systems и не опровергнуты Aramco) данные имеются только на 2019 год — не менее 73 млн баррелей, в т.ч. в трех основных терминалах:

- Рас-Танура: около 39,2 млн баррелей (примерно 60% от емкости резервуаров);
- Янбу: 31,1 млн баррелей (также около 60% от емкости);
- Хафджи: 2,8 млн баррелей (около 25% от емкости).

ОЦЕНКА ОБЪЕМОВ ЗАПАСОВ НЕФТИ В ПЛАВУЧИХ ХРАНИЛИЩАХ

/ Всего в мире / Азия / Европа / Ближний Восток / Северное море
/ Побережье Мексиканского залива / Западная Африка



Источник: Vortexa

Таким образом, максимальный размер ее запасов (при 100% заполнении резервуаров за 2020–2025 годы) — 125 млн баррелей, что позволит добавить на рынок еще более 1 млн б/с на протяжении 3–4 месяцев активной фазы ценовой войны. Кстати, еще порядка 85 млн баррелей находятся в плавучих хранилищах по всему миру, и они тоже могут выплеснуться на рынок при дальнейшем падении котировок. Но они же могут и сбалансировать рынок, как в 2020 году, когда огромное контанго (дальние фьючерсы на нефть сильно дороже спотовых) стимулировало финансовые спекуляции при покупке нефти в хранилища

с продажей дальних фьючерсов. Так порядка 160 млн баррелей нашли себе прибежище в самый разгар пандемии.

Итак, совокупные возможности КСА воевать с учетом замещения нефти во внутреннем потреблении и использовании запасов в хранилищах превышают 3 млн б/с в первые 3–6 месяца. Но ограничения по финансированию государственного бюджета и требуемые на реализацию Vision 2030 расходы не позволят стране находиться в состоянии нефтяной битвы более года.

А что же сланец?

Второй участник войны за господство на мировом рынке нефти, США, уже дважды одерживал сокрушительную (хоть и не бесплатную) победу над конкурентами: в 2014–2016 годах и после ковида (там как раз была самая высокая цена с отрицательными ценами на американскую нефть — WTI). Каждый эпизод прошлых войн уносил достаточно число «воинов» — независимых производителей нефти, обанкротившихся или купленных мейджорами, но отрасль в целом шла дальше к новым максимумам в объеме добычи и экспорта.

Вероятно, главным фактором недооценки живучести сланца со стороны саудитов был технический прогресс, который позволял американцам наращивать добычу даже на существенно меньшем количестве активных буровых и при снижении числа действующих гидроразрывных бригад (frac crews). За счет комбинации технологических, инженерных и геолого-экономических факторов в 2010–2025 годах производительность сланцевых скважин в США (особенно в бассейнах Permian, Bakken и Eagle Ford) выросла в 2–4 раза за счет, в том числе, увеличения длины горизонтальных стволов при гидроразрыве (с 1,5 до 3–4 км) и увеличения количества стадий гидроразрыва с 8–12 до 30–60+ стадий на одну скважину. Также были оптимизированы химический состав жидкости для гидроразрыва и позиционирование в пласте, стали применять симфоническую разработку (Cube development — одновременное бурение и завершение многих скважин в одном блоке). Эффект масштаба и IT-автоматизация дополнительно уменьшили удельные расходы на добычу барреля нефти. Немаловажным фактором оказалось и то, что сланцевики стали более избирательными в выборе участков для бурения (так называемый «high grading»). Менее рентабельные зоны консервируются и откладываются на потом. Это, конечно, несет долгосрочный риск деградации

качества резервов. По данным Минэнерго США и Rystad, средний начальный дебит скважины в Permian вырос за последние 15 лет с 300 б/с до 1200-1400 б/с, а производительность на 1000 футов горизонтали — с 200 б/с до 600-700 б/с.

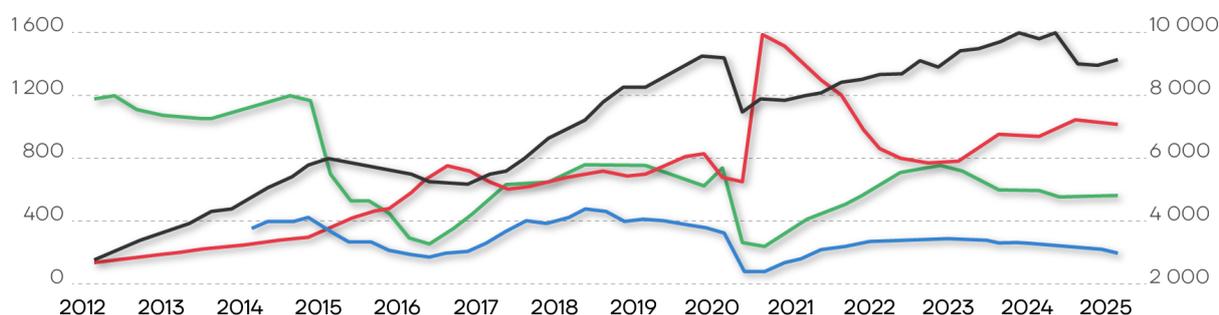
ЗАВИСИМОСТЬ ДОБЫЧИ НА СЛАНЦЕВЫХ МЕСТОРОЖДЕНИЯХ США И АКТИВНОСТЬ БУРЕНИЯ

ЛЕВАЯ ОСЬ:

- ✓ Среднее число активных буровых
- ✓ Производительность новой скважины, барр./сутки
- ✓ Число действующих гидроразрывных бригад

ПРАВАЯ ОСЬ:

- ✓ Добыча нефти на сланцевых месторождениях, млн барр./сутки



Источники: НАТО, Еврокомиссия, расчеты ING Research

При этом появляется все больше аргументов в пользу того, что легкие деньги в сланце уже были сделаны, а дальнейший технический прогресс добавит лишь минимальный прирост производительности. В итоге такая политика «выжимания всех соков» из имеющихся месторождений уже привела к ухудшению качества резервов. Американским нефтяникам даже без учета мейджоров приходится все больше тратить на добычу при ухудшающемся качестве резервов и сокращении доступных к разработке площадей. Таким образом, концепция «недоинвестированности нефтяной промышленности» уже не совсем актуальна.

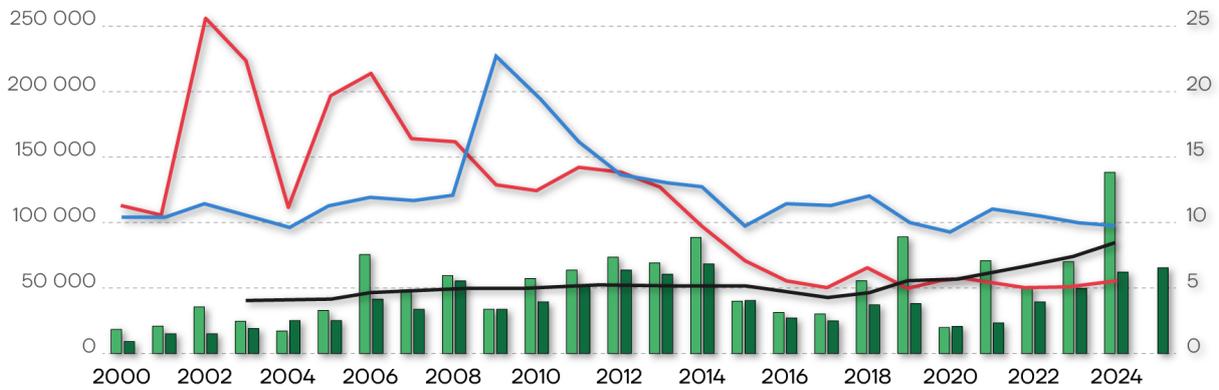
РАСХОДЫ НА ДОБЫЧУ И КАЧЕСТВО РЕЗЕРВОВ СЛАНЦЕВИКОВ

ЛЕВАЯ ОСЬ:

■ Суммарные расходы нефтяников, млн долл. ■ Сарех, млн долл. / Неразведанные площади, тыс. акров

ПРАВАЯ ОСЬ:

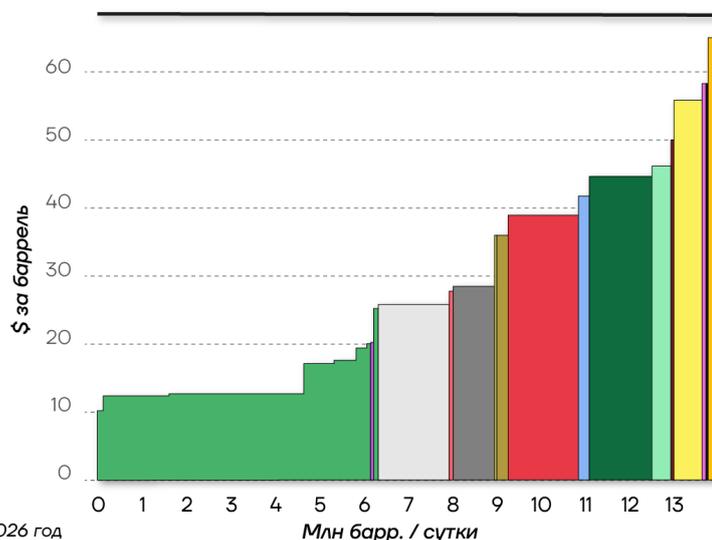
▬ Добыча нефти, млн барр./сутки ▬ Средний срок жизни резервов, количество лет



Источник: Bloomberg NEF на основе данных компаний

Важно также помнить особенность добычи на сланцевых месторождениях — дебит скважины выбирается достаточно быстро, т.е. для сокращения добычи достаточно просто перестать разбуривать новые месторождения. А вот для поддержания хотя бы стабильного уровня добычи нужно бурить и бурить, переезжать на новое поле и снова бурить. Наглядно этот процесс можно увидеть на профиле добычи со скважин в регионе Ваккен, как в разрезе текущей добычи, так и в динамике по времени — основные объемы выкачиваются за 6-18 месяцев, а суммарная добыча региона уже выходит на плато в 1,3-1,4 млн б/с.

ОЦЕНОЧНАЯ СЕБЕСТОИМОСТЬ ДОБЫЧИ АМЕРИКАНСКОЙ НЕФТИ В 2025 ГОДУ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ ОБЪЕМА ДОБЫЧИ



Источник: Enverus, оценки Bloomberg NEF на основе данных компаний

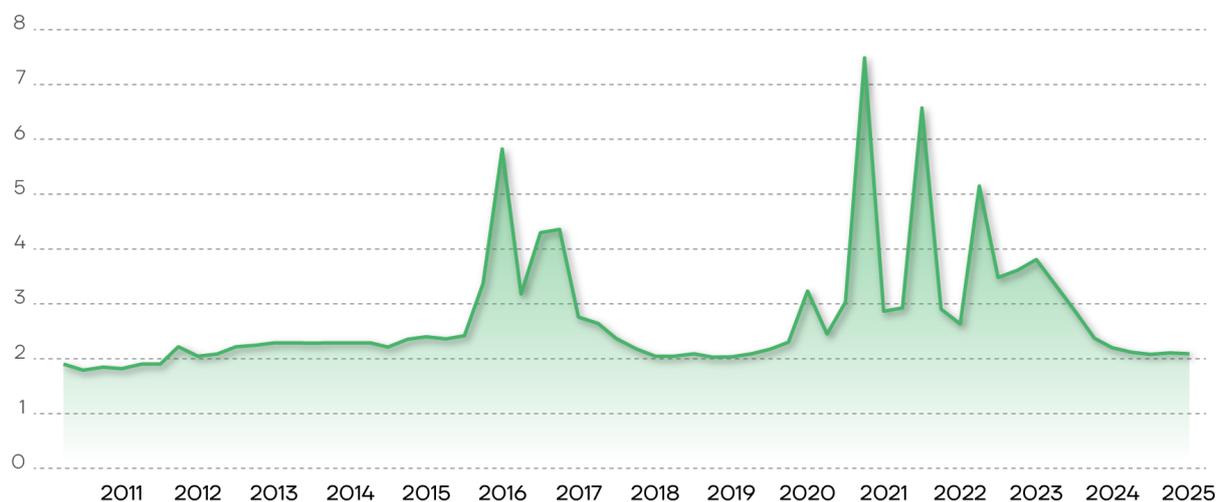
Однако себестоимость добычи в большей части кривой (до 10–11 млн б/с) пока еще ограничена \$40–45 за баррель на большинстве сланцевых месторождений и ускоряется к \$70+ на старых месторождениях вне сланцевых регионов. Но здесь также нельзя не отметить, что наилучшие по себестоимости месторождения (до 8–9 млн б/с и \$30 за баррель) — это старые месторождения, где уже были понесены капитальные расходы, и сейчас можно пожинать плоды. А вот на новых проектах себестоимость уже достаточно быстро поднимается вверх.

Другим важным элементом конкурентной борьбы сланцевиков за выживание в условиях низких цен на нефть является их способность пережить длительный период низких цен. Именно на эту неспособность и рассчитывали в КСА, когда ввязывались в прошлые ценовые войны. Но стоит отметить, что в 2014–15 годах и перед ковидом у американских сланцевиков была чуть более тяжелая ситуация с долгом, чем сейчас — масштабные монетарные стимулы ФРС в 2020 году и длительный период высоких цен на нефть, в т.ч. благодаря европейскому энергетическому кризису в 2022 году, позволили им значительно сократить уровень финансового плеча до текущих 2х.

ФИНАНСОВОЕ ПЛЕЧО НЕФТЯНИКОВ США

Отношение заемных средств к реальным активам.

График показывает, что на 1 доллар реального актива приходится больше двух долларов долга



Источник: Bloomberg на основе данных компаний

Тем не менее, нужно понимать, что это плечо очень быстро удлинится при падении цен на нефть ниже себестоимости (\$45–50 в среднем), т.к. оно зависит не только от уровня долга, но и от прибыльности (ЕВITDA) нефтяников. Не стоит забывать и о том, что большинство сланцевиков имеют низкие кредитные рейтинги, преимущественно в категории Junk Bonds,

что не позволит им быстро получить ликвидность в случае обвала на рынке нефти. Это резкое ухудшение финансового положения сланцевиков, в свою очередь, приведет к быстрому снижению добычи. Существенное сокращение добычи сланца идет уже при ценах ниже \$70, а вот при менее \$40 уже и все остальные страны вне ОПЕК+ начинают резко урезать добычу.

Итак, совокупные возможности американских сланцевиков воевать упираются в их проблемы с качеством нефтяных резервов и финансовые ограничения. Не стоит забывать и про давление акционеров, которым всегда предпочтительно сохранение дивидендов и выкупа акций, а не увеличение капитальных затрат на рост добычи. Также ослабляет их позицию слабая координация как между самими компаниями, так и с государственными органами.

И, как ни странно, позиция Саудовской Аравии «позвоевать ценой» даже может быть согласована с администрацией Трампа. Для него дешевая нефть выгодна сразу по 5 пунктам:

- выполняется предвыборное обещание уполовинить цены на бензин;
- умеренная инфляция в США даже в условиях его тарифных войн — у ФРС будет основание снизить ставки;
- конец «зеленой повестке» и инвестициям в ВИЭ;
- кризис у враждебных стран-экспортеров;
- помощь друзьям из крупных нефтяных компаний при скупке задешево сланцевых месторождений.

А для давления на КСА у Трампа есть дубина еще времен начала века — так и не принятый законопроект Конгресса NOPEC.

Таким образом, Саудовская Аравия с высокой вероятностью уже начала новую ценовую войну на рынке нефти, направленную как против американских сланцевиков, так и против партнеров-конкурентов в ОПЕК+.

Несмотря на обоснованные сомнения в геологических и логистических способностях КСА быстро залить рынок дешевой нефтью, ее позиции все же выглядят более сильными, чем у большинства конкурентов — лишь Ирак и Иран при крайнем везении в геополитике могут дать большой прирост добычи и экспорта.

В любом случае ценовая война продлится не один месяц — можно ожидать «стандартные» 3–6 кварталов, и все это время цены на нефть будут находиться под колоссальным давлением. Скорее всего, они опустятся ниже \$40 за баррель и останутся там достаточно продолжительное время, чтобы уменьшить добычу в США на 1,5–2 млн б/с и примерно на столько же в некоторых странах ОПЕК+.

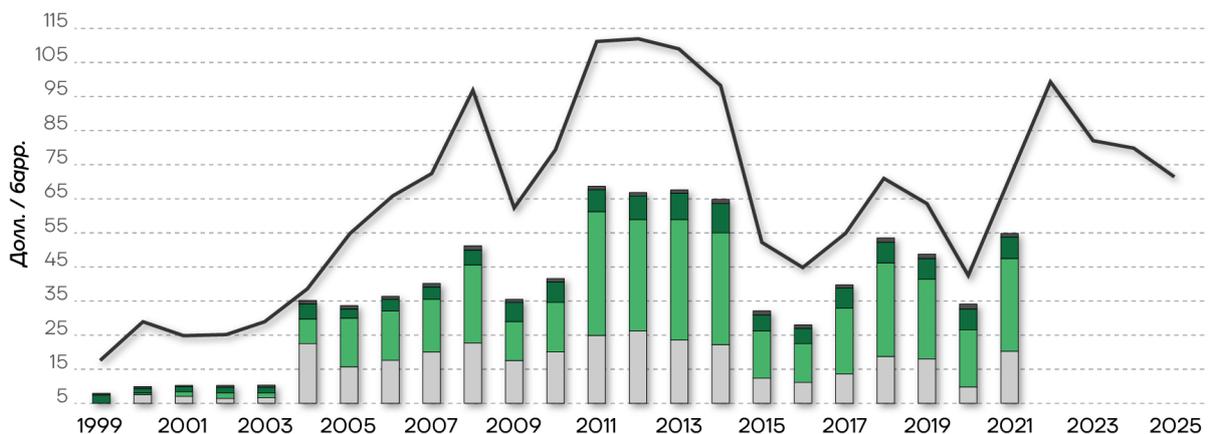
Также вероятно, что одной из целей КСА в этой войне является значительное сокращение объемов капзатрат на новые нефтяные проекты, чтобы в следующем цикле роста цен не повторить быстрого восстановления добычи в США и вне ОПЕК

А что же Россия?

РФ могла бы участвовать в гонке экспортеров, но у нас нет таких возможностей увеличения добычи и экспорта из-за санкций и логистических ограничений. Мы сможем сохранить свою долю на рынках Китая, Индии и Турции (части Юго-Восточной Европы), но ценой большего дисконта. С другой стороны, у нас есть опция девальвации рубля для снижения себестоимости добычи, чего нет у стран Персидского Залива и США.

СРЕДНЯЯ ЦЕНА НЕФТИ BRENT И СРЕДНЯЯ СЕБЕСТОИМОСТЬ ДОБЫЧИ НЕФТИ В РФ, 1999–2021ГГ

■ Себестоимость добычи ■ Налоги ■ Износ и амортизация ■ Процентные платежи
/ Средняя цена нефти сорта Brent



Источник: Расчеты Bloomberg NEF на основе данных российских компаний (Роснефть, Лукойл, Сургутнефтегаз, Татнефть, Газпром и Газпромнефть)

При этом не исключен вариант, что пока российская нефтянка сталкивается с ударом санкционного давления, запретительно высоких ставок и крепкого

рубля от ЦБ РФ и тяжелого налогового бремени, Иран попытается договориться с Трампом и полноценно вернуться на рынок. Конечно, в том регионе всегда может вновь подскочить геополитический риск — по утечкам в WSJ, Израиль в очередной раз готов нанести удары по Ирану, но пока мы наблюдаем все более активное увеличение последним добычи и занятие «нашей» ниши в Азии.

Остается надеяться на изменение внутренней экономической политики в России в сторону большего стимулирования нефтяной промышленности — пора уже переводить ее из категории «основной дойной коровы» в статус нуждающейся в поддержке. Речь идет не только о снижении размера ставки и вывода курса рубля к более адекватным реалиям экономики уровням 90-100 за доллар — это все задачи для ЦБ — но и о необходимости нового «налогового маневра» в сторону снижения нагрузки и стимулирования инвестиций. Первые шаги к обсуждению этого стратегического перехода уже сделаны, но времени на его реализацию все меньше — Саудовская Аравия и американский сланец, равно как и иранцы с казахами, не станут ждать нас в своих ценовых войнах и переделе мирового рынка нефти и нефтепродуктов.

Выводы

- Ценовая война может продлиться от полугода до полутора лет, удерживая цены ниже \$50 за баррель, что приведет к сокращению добычи в США и некоторых странах ОПЕК+ на 1,5-2 млн баррелей в сутки.
- Стратегия Саудовской Аравии построена на использовании свободных мощностей и замещении нефти газом внутри страны, за счет чего она способна быстро увеличить экспорт на 3 млн баррелей в сутки. Однако ее бюджетные ограничения не позволят вести долгосрочную ценовую войну.
- Американские сланцевые компании, несмотря на видимую финансовую устойчивость, остаются уязвимыми к длительным периодам низких цен из-за высоких затрат и зависимости от кредитных рынков.
- Глобальные последствия ценовой войны выльются в сокращение инвестиций в новые нефтяные проекты, что в долгосрочной перспективе может привести к дефициту предложения и новому циклу роста цен.

- На позицию России влияют санкции и логистические проблемы, однако страна сможет сохранить долю на рынках Азии ценой больших дисконтов и за счет девальвации рубля. Для РФ критически важно адаптировать налоговую и экономическую политику, чтобы поддержать нефтяной сектор в условиях кризиса.