

Начало новой эры
 30 декабря 2014 г.

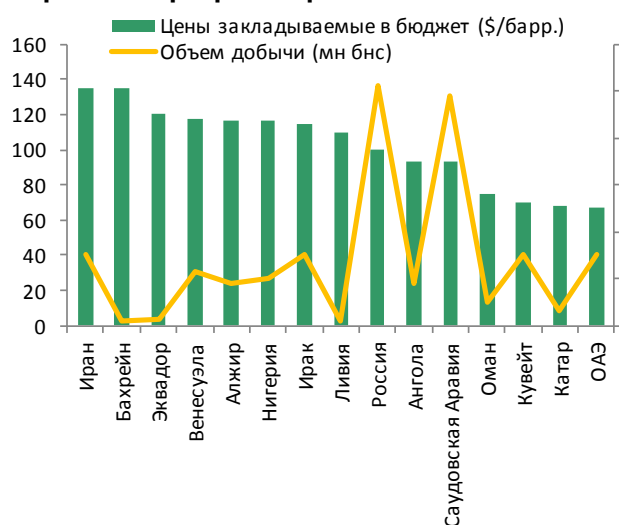
Мариям Жумадил
 m.zhumadil@halykfinance.kz
 +7(727)2446538

Что произошло с ценами на нефть во 2П2014?

Цены на нефть упали с пиковых значений в июне (\$115/барр.) до ниже \$60/барр., или примерно на 48%. Эта коррекция отличается от тех, которые мы видели в недавней истории, так как ее основная причина - перепроизводство на рынке - не временного характера. На нефтяном рынке сейчас происходят важные структурные изменения, которые повторяются с периодичностью в каждое десятилетие или два.

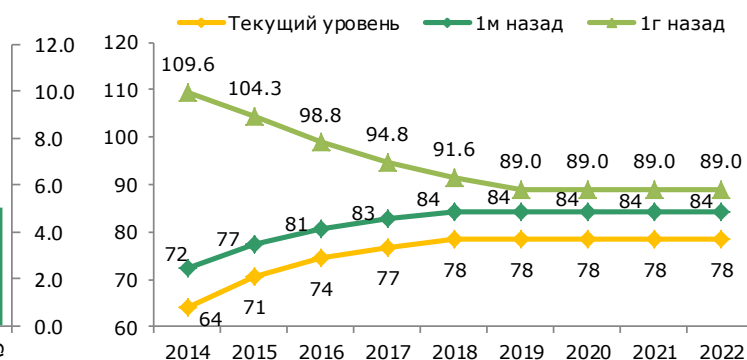
Избыток предложения на рынке обусловлен ростом добычи сланцевой нефти в США, и соответствующим снижением импорта. Кроме того, добыча в Ливии резко восстановилась в период с июня по октябрь. Еще одним фактором, является то, что глобальные перебои с поставками, которые позволяли компенсировать рост предложения из США в течение последних 2-3 лет, начали снижаться с середины года. Это произошло в основном из-за смягчения санкций в отношении Ирана и стабилизации ситуации в Ливии. С другой стороны уравнения, спрос на нефть продолжает быть слабым, особенно в Европе и Азии. Макроэкономические данные из этих регионов остаются смешанными, что указывает на неутешительное состояние экономики, и как следствие отражается на слабой динамике спроса на нефть.

Объемы добычи и цены закладываемые в бюджет основных стран экспортеров нефти



Источник: Блумберг

Динамика изменения фьючерсной кривой на Brent \$/барр.

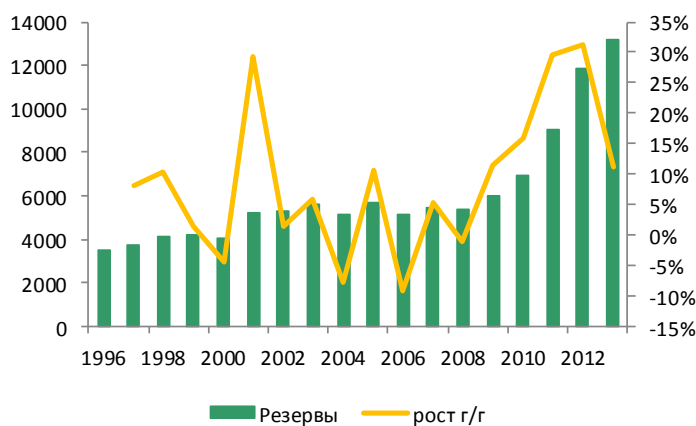


ОПЕК бездействует

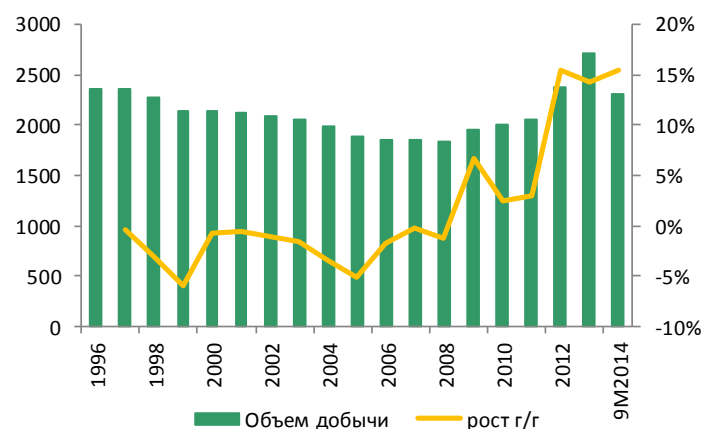
Надежды участников рынка, что ОПЕК вмешается и снизит добычу нефти не оправдались. Раньше ОПЕК, или точнее Саудовская

Аравия, позиция которой является определяющей при принятии решений, влиял на цены посредством регулирования объема предложения на рынке. В последние месяцы, бездействие организации в условиях растущего предложения из Северной Америки и роста предложения в других регионах, указывают на изменение данной стратегии. В условиях растущего предложения нефти из альтернативных источников (сланца в США, глубоководных проектов, канадских нефтяных песков, и арктических проектов) стратегия Саудовской Аравии и ОПЕК теперь направлена на поддержание добычи и экспорта на текущем уровне с целью сохранения своей доли рынка на текущем уровне. Другими словами, ОПЕК рассчитывает, что по мере снижения цен на нефть, предложение из альтернативных источников сократится, и новый баланс спроса и предложения определит равновесную цену.

Доказанные резервы США (млн. барр.)



Объем добычи США (млн.барр.)

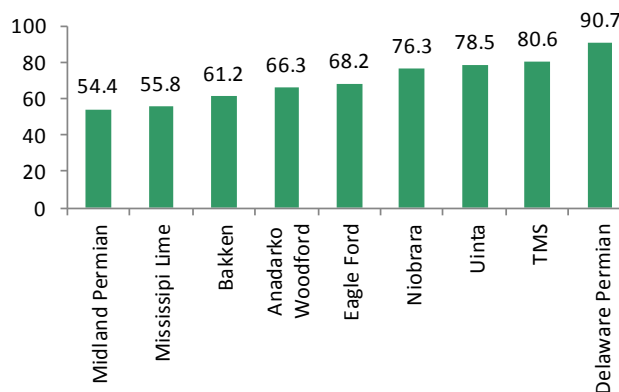


Источник: EIA

Насколько оправдан расчет ОПЕК

Для того, чтобы ответить на этот вопрос необходимо объяснить, что во время краткосрочной коррекции, себестоимость добычи полного цикла (вкл. затраты разведки, разработки и эксплуатационные затраты) не является определяющей. В краткосрочной перспективе, решение о продолжении добычи основывается на том, покрываются ли эксплуатационные расходы при текущих ценах. На практике приостановление добычи происходит редко, так как даже для месторождений с высокой себестоимостью полного цикла, эксплуатационные расходы довольно низкие. К примеру, на месторождениях канадских нефтеносных песков себестоимость полного цикла \$90/барр. при уровне эксплуатационных расходов в лишь \$30/барр. Даже во время кризиса 2008 года, когда цены на нефть упали до \$35-40/барр. было закрыто незначительное количество месторождений. Соответственно, затраты полного цикла не актуальны для определения маржинальной себестоимости добычи. Реализация любого проекта, который имеет существенные невозвратные издержки (sunk costs) будет продолжаться даже при низких ценах, в частности мы ожидаем, что текущая коррекция на повлияет на добычу на глубоководных проектах и проектах канадских нефтеносных песков.

Точка безубыточности для некоторых сланцевых месторождений (\$/барр.)



Источник: данные компаний

Вероятнее всего краткосрочное снижение цен первым ударит по производителям сланцевой нефти в США из-за очень быстрых темпов падения добычи со сланцевых нефтяных скважин. Как правило, снижение добычи начинается в течение 3-6 месяцев после запуска скважины. Соответственно, бурение скважин на месторождениях сланца должно проводиться постоянно не только для повышения объемов добычи, но и для поддержания текущего уровня производства, поэтому при определении маржинальной себестоимости для сланцевых месторождений критичными являются расходы полного цикла. Согласно имеющимся данным точка безубыточности для большей части месторождений сланцевой нефти в ключевых формациях (Баккен, Eagle Ford, и Permian) составляет около \$65/барр.

То есть, возможный уровень цен при котором предложение сланцевой нефти начнет сокращаться может находиться в диапазоне \$60-65/барр. Однако учитывая, что компании, добывающие сланцевую нефть будут сокращать бурение постепенно, если такое решение будет принято, то потенциально текущий уровень цен может сохраниться в течение следующих 1-2 лет.

Рынок нефти сейчас переживает период ребалансирования себестоимости добычи из сланцевых источников, вследствие чего определение момента 'перепроданности' рынка и точки восстановления является чрезвычайно сложным, так как равновесная цена движется вниз. Рынок будет перепродан при снижении цены намного ниже себестоимости добычи, которая в свою очередь снижается из-за падения стоимости сырья, материалов, стоимости бурения и обслуживания скважин. Кроме понижающего давления создаваемого снижением затрат, растет эффективность добычи по мере перераспределения производителями буровых установок на более рентабельные скважины с большей отдачей. Все это факторы в совокупности указывают на то, что себестоимость добычи снижается вместе с ценами, и производители могут тратить меньше для добычи того же или возможно даже большего объема нефти.

Прогнозы

В текущих условиях мы не готовы принять однозначную позицию по дальнейшему направлению цены. На рынке наблюдаются признаки ребалансирования предложения, однако этого явно недостаточно

для определения равновесного уровня цены. В США пока снижается только вертикальное бурения, а не горизонтальное, применяемое для добычи сланцевой нефти. С ноября американские производители сланцевой нефти снизили прогноз планируемых капитальных инвестиций 2015 года на 10-12% г/г, однако практически все нацелены на дальнейший прирост добычи. Таким образом, несмотря на то, что сокращение капитальных затрат происходит быстрее, чем ожидалось, это вряд ли приведет к снижению добычи в предстоящем году ввиду стремительного снижения расходов бурения, которые уже упали на 15-20% г/г и роста производительности за счет добычи с более насыщенных месторождений.

Восстановление баланса спроса и предложения происходит медленнее, чем могло бы также из-за сильной предубежденности рынка в том, что данная коррекция является временной и, что цены отскочат быстро, как это было в 2009 году. На самом деле, большинство прогнозов аналитиков основаны на старой кривой себестоимости предложения и не учитывают происходящего структурного сокращения затрат производства. Именно эта предубежденность создает больше всего рисков для цены, так как повышает риск того, что цены будут продолжать снижаться из-за переизбытка предложения на рынке, так как производители сланцевой нефти не будут сокращать добычу надеясь на скорое восстановление цен, а страны ОПЕК продолжат тестировать рынок, пытаясь дать ему возможность самому найти точку равновесной цены.

Приложение А. Глобальное предложение нефти

в млн тонн	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Доля (2013)	Темп ежегодного роста (2004-2013)
США	325	309	305	305	302	322	333	346	394	446	10.8%	3.6%
Канада	145	142	151	155	153	153	160	170	183	193	4.7%	3.2%
Мексика	190	186	183	172	157	147	146	145	144	142	3.4%	-3.2%
Всего Северная Америка	660	638	638	633	612	622	639	660	721	781	18.9%	1.9%
Аргентина	41	39	39	38	37	35	34	32	31	31	0.7%	-3.2%
Бразилия	81	89	94	95	99	106	111	114	112	110	2.7%	3.5%
Колумбия	28	28	28	28	31	35	41	48	50	53	1.3%	7.4%
Эквадор	28	29	29	27	27	26	26	27	27	28	0.7%	0.0%
Перу	4	4	5	5	5	5	5	5	5	5	0.1%	0.5%
Тринидад и Тобаго	8	9	10	8	9	8	7	7	6	6	0.1%	-3.6%
Венесуэла	170	170	171	165	166	156	146	141	137	135	3.3%	-2.5%
Другие страны	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	0.2%	-0.1%
Всего Латинская Америка	368	375	382	374	380	377	378	382	375	374	9.1%	0.2%
Азербайджан	15	22	32	43	45	50	51	46	43	43	1.1%	12.2%
Дания	19	18	17	15	14	13	12	11	10	9	0.2%	-8.4%
Италия	5	6	6	6	5	5	5	5	5	6	0.1%	0.2%
Казахстан	61	63	66	68	72	78	82	82	81	84	2.0%	3.7%
Норвегия	150	139	129	119	115	109	99	94	87	83	2.0%	-6.4%
Румыния	6	5	5	5	5	4	4	4	4	4	0.1%	-3.5%
Россия	463	475	486	497	494	501	512	518	526	531	12.9%	1.5%
Туркменистан	10	10	9	10	10	10	11	11	11	11	0.3%	1.9%
Великобритания	95	85	77	77	72	68	63	52	45	41	1.0%	-9.0%
Узбекистан	7	5	5	5	5	4	4	4	3	3	0.1%	-8.6%
Другие страны	23	22	22	22	21	20	19	19	19	20	0.5%	-2.0%
Всего Европа и Евразия	855	850	853	865	856	863	861	846	835	835	20.2%	-0.3%
Иран	208	206	209	211	215	206	209	208	177	166	4.0%	-2.5%
Ирак	100	90	98	105	119	120	121	137	152	153	3.7%	4.9%
Кувейт	123	130	134	130	136	121	123	140	154	151	3.7%	2.3%
Оман	39	38	37	35	38	40	43	44	45	46	1.1%	1.9%
Катар	50	53	57	58	65	62	72	78	83	84	2.0%	6.0%
Саудовская Аравия	500	521	509	489	510	457	474	526	550	542	13.1%	0.9%
Сирия	24	22	21	20	20	20	19	16	9	3	0.1%	-21.4%
ОАЭ	132	136	144	140	141	126	133	151	155	166	4.0%	2.6%
Йемен	20	20	18	16	15	14	14	11	8	7	0.2%	-10.5%
Прочие страны	2	9	9	10	9	9	9	10	9	10	0.2%	18.1%
Всего Средний Восток	1199	1226	1236	1213	1268	1176	1217	1321	1342	1329	32.2%	1.1%
Аожир	84	86	86	86	86	77	74	72	67	69	1.7%	-2.1%
Ангола	54	69	69	82	93	88	91	84	87	87	2.1%	5.4%
Чад	9	9	8	8	7	6	6	6	5	5	0.1%	-6.2%
Конго	11	12	14	11	12	14	15	16	15	14	0.4%	2.9%
Египет	35	33	34	34	35	35	35	35	35	35	0.8%	-0.1%
Гвинея	19	20	19	20	19	17	15	14	15	15	0.4%	-2.8%
Габон	14	13	12	12	12	12	13	13	12	12	0.3%	-1.6%
Ливия	76	82	85	85	86	77	78	22	71	46	1.1%	-5.4%
Нигерия	119	122	117	110	103	107	121	118	116	111	2.7%	-0.7%
Южный Судан	-	-	-	-	-	-	-	-	2	5	0.1%	н/п
Судан	14	14	18	24	23	23	23	14	5	6	0.1%	-9.2%
Тунис	3	3	3	5	4	4	4	3	3	3	0.1%	-1.5%
Прочие страны	8	9	11	10	10	9	8	11	12	10	0.3%	2.6%
Всего Африка	447	474	477	487	488	470	483	408	445	419	10.1%	-0.7%
Австралия	26	26	24	25	24	22	25	22	22	18	0.4%	-4.0%
Бруней	10	10	11	10	9	8	8	8	8	7	0.2%	-4.9%
Китай	174	181	185	186	190	189	203	203	207	208	5.0%	2.0%
Индия	38	37	38	38	38	37	41	42	42	42	1.0%	1.0%
Индонезия	56	54	50	48	49	48	49	46	45	43	1.0%	-2.9%
Малайзия	36	35	33	34	34	32	32	29	30	30	0.7%	-2.2%
Тайланд	9	11	13	13	14	15	15	15	16	17	0.4%	6.6%
Вьетнам	21	19	17	16	15	17	15	15	17	17	0.4%	-2.1%
Прочие страны	10	12	13	14	15	14	14	13	12	11	0.3%	1.1%
Всего Азия и Тихоокеания	381	385	383	383	389	384	402	394	400	392	9.5%	0.3%
Всего глобальное предложение	3910	3947	3969	3955	3993	3891	3979	4011	4117	4130	100.0%	0.6%
вкл. : ОЭСР	972	926	904	889	858	854	857	858	903	951	23.0%	-0.2%
Страны не входящие в ОЭСР	2937	3021	3065	3066	3135	3037	3122	3153	3214	3179	77.0%	0.9%
ОПЕК	1646	1694	1708	1689	1746	1623	1667	1704	1776	1740	42.1%	0.6%
Страны не входящие в ОПЕК	1701	1672	1655	1637	1615	1617	1647	1640	1670	1712	41.4%	0.1%
Европейский Союз	139	127	116	114	106	100	93	82	73	68	1.7%	-7.6%
Бывший СССР	563	582	606	629	632	651	665	667	671	679	16.4%	2.1%

Источник: ВР

Приложение В. Глобальный спрос на нефть

в млн тонн	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Доля (2013)	Темп ежегодного роста (2004-2013)
США	937	940	931	929	875	833	850	835	817	831	19.9%	-1.3%
Канада	101	100	99	102	101	95	101	105	104	103	2.5%	0.3%
Мексика	88	91	90	92	92	88	89	90	92	90	2.1%	0.2%
Всего Северная Америка	1126	1131	1120	1123	1068	1017	1040	1030	1014	1024	24.5%	-1.0%
Аргентина	19	21	22	24	25	24	27	27	28	29	0.7%	4.7%
Бразилия	92	94	96	102	109	109	118	122	126	133	3.2%	4.2%
Чили	11	12	13	17	18	17	15	17	17	18	0.4%	4.8%
Колумбия	10	10	11	11	11	11	12	12	13	14	0.3%	3.4%
Венесуэла	26	28	30	30	34	34	32	32	33	36	0.9%	3.7%
Другие страны	77	77	78	79	77	77	79	81	81	82	2.0%	0.7%
Всего Латинская Америка	236	242	249	262	273	272	283	291	299	312	7.4%	3.1%
Австрия	14	14	14	13	13	13	13	12	12	13	0.3%	-1.1%
Беларус	8	8	9	8	8	9	8	9	9	9	0.2%	0.8%
Бельгия	34	33	33	34	37	32	33	32	30	31	0.7%	-0.9%
Чехия	10	10	10	10	10	10	9	9	9	9	0.2%	-1.2%
Дания	9	9	9	9	9	8	8	8	8	8	0.2%	-1.6%
Финляндия	11	11	11	11	11	10	10	10	9	9	0.2%	-1.9%
Франция	94	93	93	91	91	88	84	84	81	80	1.9%	-1.7%
Германия	124	122	124	112	119	114	115	112	111	112	2.7%	-1.1%
Греция	21	21	22	22	21	20	18	17	15	14	0.3%	-4.5%
Венгрия	6	7	8	8	7	7	7	6	6	6	0.1%	-0.6%
Ирландия	9	9	9	9	9	8	8	7	6	7	0.2%	-3.0%
Италия	90	87	87	84	80	75	73	70	64	62	1.5%	-4.1%
Казахстан	9	10	10	11	11	9	9	12	13	14	0.3%	4.3%
Нидерланды	47	50	51	51	47	46	46	46	44	41	1.0%	-1.4%
Норвегия	10	10	10	11	10	11	11	11	11	11	0.3%	0.6%
Польша	22	22	23	24	25	25	27	27	26	24	0.6%	1.2%
Португалия	15	16	14	14	14	13	13	12	11	11	0.3%	-3.9%
Румыния	11	11	10	10	10	9	9	9	9	9	0.2%	-2.0%
Россия	126	126	130	130	134	128	134	144	149	153	3.7%	2.2%
Испания	78	79	79	80	78	74	70	69	64	59	1.4%	-3.1%
Швеция	18	17	17	17	17	15	16	15	15	14	0.3%	-2.2%
Швейцария	12	12	13	11	12	12	11	11	11	12	0.3%	-0.2%
Турция	31	31	33	34	32	33	32	31	31	33	0.8%	0.7%
Украина	14	14	14	15	14	14	13	13	13	12	0.3%	-1.8%
Великобритания	82	83	82	79	78	74	74	71	71	70	1.7%	-1.7%
Узбекистан	7	5	5	5	5	4	4	3	3	3	0.1%	-8.5%
Другие страны	72	74	75	75	75	71	70	69	68	70	1.7%	-0.3%
Всего Европа и Евразия	961	964	974	957	957	912	906	902	884	879	21.0%	-1.0%
Иран	73	81	87	89	93	96	87	88	90	93	2.2%	2.7%
Израиль	12	12	12	12	12	11	11	11	14	11	0.3%	-1.4%
Кувейт	18	20	18	18	19	20	22	20	22	22	0.5%	2.3%
Саудовская Аравия	88	88	92	98	107	116	124	125	131	135	3.2%	4.8%
ОАЭ	24	24	26	28	29	28	30	33	34	36	0.9%	4.5%
Прочие страны	64	68	63	68	76	76	81	83	87	89	2.1%	3.7%
Всего Средний Восток	280	293	299	314	336	347	354	361	378	385	9.2%	3.6%
Алжир	11	11	12	13	14	15	15	16	17	17	0.4%	5.7%
Египет	27	30	29	31	33	34	36	34	35	36	0.9%	3.2%
Южная Африка	25	25	25	27	26	24	27	27	27	27	0.7%	1.1%
Прочие страны	70	73	73	75	81	83	87	82	87	91	2.2%	2.9%
Всего Африка	132	139	139	145	153	156	164	158	166	171	4.1%	2.9%
Австралия	40	41	42	42	43	43	44	46	47	47	1.1%	1.9%
Китай	319	328	355	371	378	391	440	464	490	507	12.1%	5.3%
Гонконг	15	14	15	16	15	17	18	18	17	18	0.4%	1.6%
Индия	119	122	128	138	145	153	155	163	174	175	4.2%	4.3%
Индонезия	62	61	59	61	60	62	66	72	73	74	1.8%	2.0%
Япония	245	249	240	233	226	202	204	205	218	209	5.0%	-1.8%
Малайзия	28	28	29	31	29	29	29	31	31	31	0.7%	1.2%
Пакистан	16	15	18	19	19	21	21	21	20	22	0.5%	3.6%
Филиппины	16	15	13	14	12	13	13	13	13	14	0.3%	-1.7%
Сингапур	39	43	46	50	54	57	63	66	65	66	1.6%	5.9%
Южная Корея	105	105	105	108	103	104	105	106	109	108	2.6%	0.4%
Тайвань	50	49	49	51	46	44	45	43	42	43	1.0%	-1.5%
Тайланд	42	43	42	42	41	44	44	47	50	50	1.2%	2.1%
Вьетнам	12	12	12	13	14	15	16	17	17	17	0.4%	3.8%
Прочие страны	26	27	27	28	27	27	28	32	32	32	0.8%	2.5%
Всего Азия и Тихоокеания	1134	1151	1179	1217	1213	1220	1292	1342	1398	1415	33.8%	2.5%
Всего глобальный спрос	3869	3919	3959	4018	4000	3925	4040	4085	4139	4185	100.0%	0.9%
вкл.: ОЭСР	2292	2306	2293	2279	2212	2100	2116	2093	2073	2060	49.2%	-1.2%
Страны не входящие в ОЭСР	1577	1613	1667	1739	1789	1825	1924	1992	2066	2125	50.8%	3.4%
Европейский Союз	721	725	726	709	707	669	661	643	619	605	14.5%	-1.9%
Бывший СССР	183	181	187	188	190	182	186	201	207	212	5.1%	1.6%

Источник: BP

АО «Halyk Finance» (далее - HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2014, все права защищены.

Макроэкономика

Сабит Хакимжанов, +7 (727) 244-6541
s.khakimzhanov@halykfinance.kz

Аскар Ахмедов, +7 (727) 330-0157
a.akhmedov@halykfinance.kz

Долговые инструменты

Ерулан Мустафин, +7 (727) 244-6986
y.mustafin@halykfinance.kz

Сабина Амангельды, +7 (727) 330-0153
s.amangeldi@halykfinance.kz

Долевые инструменты

Мариям Жумадил, +7 (727) 244-6538
m.zhumadil@halykfinance.kz

Еркин Абдрахманов, +7 (727) 330-0153
y.abdrakhmanov@halykfinance.kz

Никита Гундарев, +7 (727) 330-0157
n.gundarev@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Аль-Фараби, 19/1, "БЦ Нурлы-Тау", 3Б
050013, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 (727) 244 6540
Факс. +7 (727) 259 0593

www.halykfinance.kz

Bloomberg
HLFN <Go>
Factset
Halyk Finance
Thomson Reuters
Halyk Finance
Capital IQ
HLFN