

Адаптация

Добыча нефти в РФ
адаптировалась к санкциям

Европа *смирилась*
с необходимостью платить
за газ в рублях

Санкции *снизили* экспортные
цены на российский уголь



Ключевые выводы

Нефтяной рынок

- экспорт российской нефти в мае стабилизировался, несмотря на санкции против «Роснефти» и «Газпром нефти»
- добыча нефти в мае снизится по сравнению с апрелем, в июне может составить около 9,6 млн баррелей в сутки и сохранится на этом уровне в течение лета
- переработка нефти в России восстанавливается на фоне спроса на топливо летом, но снижение переработки по итогам года неизбежно
- добыча нефти по итогам года может снизиться на 8% по сравнению с 2021 годом, если не будет новых серьёзных санкций

Газовый рынок

- ключевые покупатели российского газа перешли на оплату в рублях, потери экспорта «Газпрома» из-за отказавшихся от новой схемы клиентов составят 15–16 млрд кубометров в этом году
- поставки российского газа в ЕС резко падают, экспорт «Газпрома» по итогам года может оказаться ниже 100 млрд кубометров
- в новых обстоятельствах снижается потребность в украинском транзите на фоне очередного спора «Газпрома» и «Нафтогаза»

Угольный рынок

- эмбарго ЕС на российский уголь привело к образованию значимых дисконтов для экспортных партий, которые теперь превышают \$100 на тонну
- физический объём экспорта снижается, во многом из-за локдаунов в Китае и сложностей с перенаправлением поставок на другие рынки в Азии
- ключевой вызов для сохранения и развития угольного экспорта РФ – логистика

Россия и нефть: жизнь налаживается

Важнейшим трендом в российском ТЭК в апреле–мае стала постепенная адаптация к санкциям Запада. Степень успешности адаптации различается от отрасли к отрасли, а также в зависимости от конкретной компании. Однако в целом можно констатировать, что введенные санкции против российского энергетического экспорта не оказали того эффекта на объем отгрузок, которого ожидали инициаторы ограничений и опасались российские власти и компании. Хотя экспорт российских энергоносителей, вероятно, продолжит снижаться в ближайшие месяцы, речь идет о постепенном сокращении, а не обрушении всей структуры экспорта. С другой стороны, относительная слабость возникающих эффектов может привести к тому, что западные страны, в особенности США, начнут рассматривать возможность введения более жестких ограничений, в том числе вторичных санкций на экспорт российских нефти и газа.

Что произошло. Добыча нефти в России в мае начала стабилизироваться после апрельского падения. По состоянию на середину мая добыча составляла около 10,25 млн баррелей в сутки, что на 1,7% выше, чем в среднем в апреле, и на 7,8% ниже, чем в среднем в марте. В апреле добыча упала чуть более чем на 1 млн баррелей в сутки, что близко к прогнозу ЦРЭ, согласно которому добыча не должна была снизиться более чем на 1,5 млн баррелей в сутки. Напомним, на тот момент Международное энергетическое агентство предрекало падение российской добычи в апреле на 3 млн баррелей в сутки, а Argus — на 1,7 млн баррелей в сутки.

Почему добыча восстанавливается. Причина роста добычи в первой половине мая — увеличение переработки нефти внутри страны, в то время как экспорт нефти, который в апреле рос, теперь снижается. Основная причина падения экспорта — введение санкций ЕС против «Роснефти» и «Газпром нефти», которые вступили в силу 15 мая и теперь делают невозможными продажу нефти крупнейшим трейдерам. Trafigura и Glencore уже свернули все операции с российской нефтью, тогда как Vitol резко сократил их объем. Кроме того, на объеме экспорта негативно сказалось полное прекращение отгрузок с проекта «Сахалин-1», где его оператор Еххон объявил форс-мажор.

Рост переработки связан, с одной стороны, с увеличением потребления топлива в РФ на фоне майских праздников и наступления сезона отпусков, а с другой — с постепенным перенаправлением российских нефтепродуктов, в особенности мазута, на новые рынки. Так, в мае поставки российского мазута через терминал Фуджейра в ОАЭ, по данным Vortex, могут вырасти более чем в два раза до 2,5 млн тонн. Это существенный объем — примерно треть текущего экспорта мазута из России.

Решение проблемы с затовариванием мазутом может восстановить приемлемый уровень загрузки российских НПЗ, которая в апреле упала более чем на 20% год к году. Кроме того, в течение лета возможность отгрузки мазута речным транспортом будет улучшать экономику его экспорта с НПЗ Поволжья и юга РФ.

Прогноз по переработке нефти. Сокращение поставок российских нефтепродуктов в ЕС вследствие санкций и добровольного отказа европейских трейдеров от их закупок взвинтило крэк-спреды (разницу между ценой перерабатываемой нефти и получаемого нефтепродукта) на дизтопливо, а в мае – и на авиакеросин – до рекордных значений (более \$45 за баррель). Эта тенденция, на наш взгляд, укрепится в течение лета на фоне высокого спроса, поскольку объём переработки в Европе недостаточен для насыщения рынка, а избыточных мощностей в мире, за исключением России, сейчас нет. На этом фоне мы ожидаем, что Россия сможет продавать свои нефтепродукты на экспорт, несмотря на санкции, хотя объём поставок все же сократится. По нашему мнению, вырастет объём экспорта в Турцию, страны Ближнего Востока и Северной Африки. При этом мы не исключаем, что в портах этих государств российское дизтопливо и средние дистилляты будут смешиваться с нероссийским сырьём и в таком виде поставляться в страны южной Европы: отследить подобное смешивание проблематично, а уровень цен на дизтопливо позволяет покрыть связанные с этими операциями расходы. Подчеркнем, что в настоящий момент европейским компаниям не запрещено покупать российские нефтепродукты, а лишь нельзя делать это напрямую у «Роснефти» и «Газпром нефти».

Тем не менее, в более долгосрочной перспективе мы по-прежнему придерживаемся мнения, что российская первичная переработка по итогам года сократится не менее чем на 10% с 280 млн тонн в 2021 году, а в сценарии введения полного эмбарго со стороны ЕС – более чем на 20%. Наш прогноз основан на ожидании, что после завершения летнего пика спроса мировые цены на нефть немного снизятся, как и крэк-спреды, а замедление роста европейской экономики окажет негативный эффект на спрос на топливо, что приведёт к снижению его экспорта из РФ. Также традиционные сложности с вывозом мазута из РФ в холодное время года заставят компании сократить его выпуск и снизить загрузку простых НПЗ.

Отметим, что Минэкономразвития РФ в опубликованных 18 мая сценарных условиях прогноза социально-экономического развития придерживается сходных оценок, ожидая сокращения экспорта нефтепродуктов в этом году на 20% относительно 2021 года – до 122 млн тонн.

Прогноз по добыче нефти. По нашей оценке, производство нефти в РФ практически адаптировалось к существующему уровню санкций. Мы ожидаем, что добыча снизится

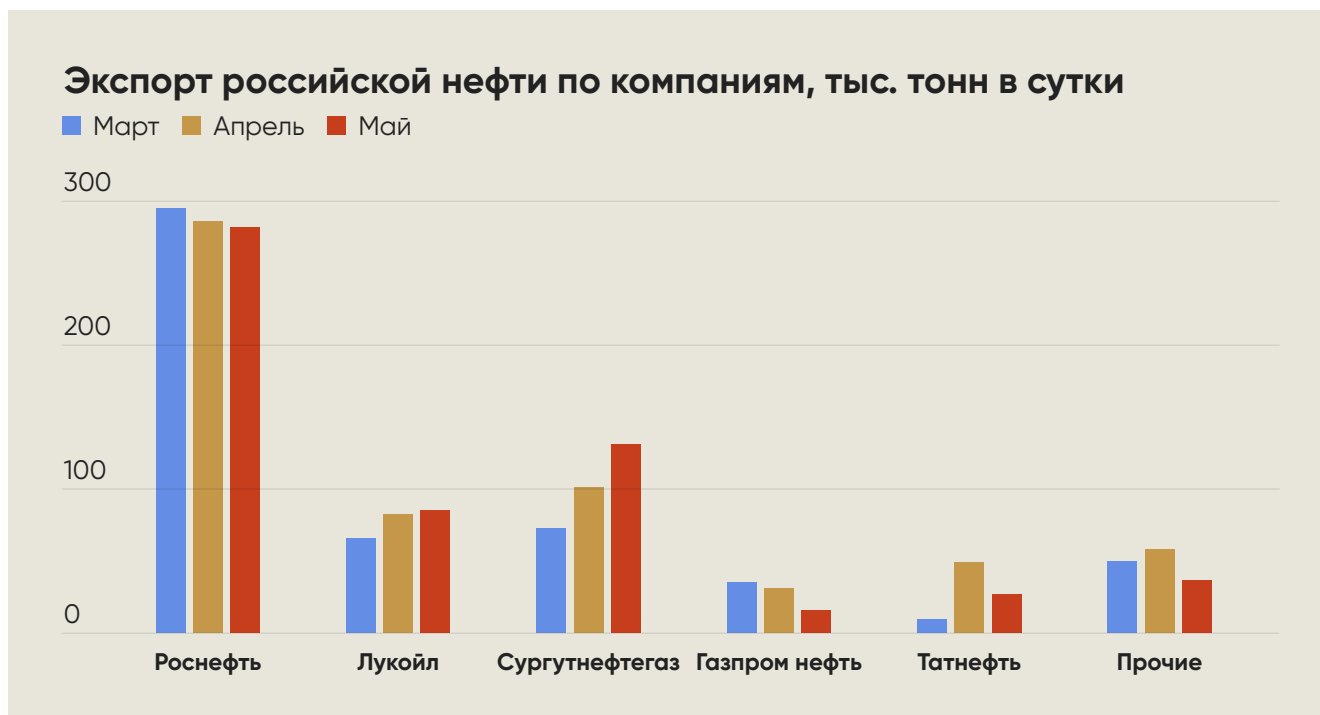
до примерно 9,5 млн баррелей в сутки в мае (на 2,7% относительно апреля), поскольку на майских отгрузках не в полной мере сказались санкции против «Роснефти» и «Газпром нефти». Однако в дальнейшем в течение лета мы ожидаем стабилизации добычи на уровне 9,5 млн баррелей в сутки или даже её небольшого роста в пределах 100–200 тыс. баррелей в сутки, что будет зависеть от динамики спроса на нефтепродукты внутри РФ. Экспорт нефти, по нашему прогнозу, в течение лета будет стабильным. При этом с четвёртого квартала мы ожидаем сокращения добычи ниже уровня в 9 млн баррелей в сутки, в основном за счет сокращения переработки нефти. Исходя из этих оценок, в среднем за год добыча нефти в РФ может составить примерно 9,7–9,8 млн баррелей в сутки, что на 13% ниже уровня декабря 2021 года и на 8% ниже среднего уровня 2021 года.



Отметим, что данный прогноз предполагает, что эмбарго на российскую нефть и нефтепродукты со стороны ЕС начнёт серьёзно сказываться на поставках только в четвёртом квартале, а вторичные санкции на экспорт нефти со стороны США не будут введены. При этом Минэкономразвития даже в базовом прогнозе закладывает более серьёзное снижение добычи нефти – на 9,3% по итогам года до 475,3 млн тонн (около 9,5 млн баррелей в сутки), а консервативный прогноз предполагает снижение на 17,2% до 433,8 млн тонн (8,7 млн баррелей в сутки). Оксфордский институт энергетических исследований ожидает падения добычи в России во втором полугодии на 1,6–3 млн баррелей в сутки (то есть до 8,7–9,5 млн баррелей в сутки в среднем за 2022 год), а Международное энергетическое агентство – минимум на 3 млн баррелей в сутки. Очевидно, что оценки наиболее радикальных сценариев зависят от того, как те или иные аналитики видят последствия введения санкций против экспорта российской нефти.

На наш взгляд, в течение лета спрос на российскую нефть в Европе будет снижаться постепенно, поскольку в летний сезон и при текущих высоких ценах европейским НПЗ будет непросто найти замену Urals. Мы считаем, что вплоть до октября российские нефтекомпании будут способны перенаправлять практически все выпадающие с европейского рынка объёмы в Азию, и эффект эмбарго ЕС на отгрузки будет незначительным или даже нулевым. Осенью ситуация может резко измениться, в особенности, если цены на нефть перейдут к снижению на фоне повышения ставки ФРС США. Тем не менее, мы ожидаем, что российские нефтекомпании будут бороться за долю рынка и не станут существенно сокращать экспорт, тем более что он остаётся крайне прибыльным даже с учетом текущего дисконта Urals к Brent в \$34 за баррель на европейском рынке и \$6-7 за баррель в Азии.

Одна из причин, по которой российские компании будут поддерживать экспортные отгрузки – это опасность потерять часть рынка из-за того, что добычу нарастят Саудовская Аравия и ОАЭ. По данным западных СМИ, власти США и Саудовской Аравии ведут активные консультации по этому вопросу, и якобы Эр-Рияд пообещал выбросить дополнительные объёмы на рынок, если добыча в РФ начнет резко снижаться. Свободные добычные мощности Саудовской Аравии составляют около 1,5-1,7 млн баррелей в сутки, или примерно 30% текущего российского экспорта нефти. Исторически Саудовская Аравия избегала полностью задействовать свои мощности в периоды высоких цен, аргументируя это тем, что в таком случае глобальный рынок, лишившись «страховочных» мощностей, может быть разбалансирован, и цены могут неуправляемо вырасти.



Тем не менее, в данном случае Саудовская Аравия вполне может увеличить свою текущую добычу в пределах 1 млн баррелей в сутки, чтобы не допустить повышения цен на нефть

существенно выше \$130 за баррель – уровня, который, как считает большинство аналитиков, может быть критичен для потребителей в Азии. Для РФ было бы крайне важно не допускать такого сценария, который был бы не только экономически болезненным для отрасли и бюджета, но и политически опасным, поскольку может привести к распаду сделки ОПЕК+ в ситуации, когда возможности России бороться за долю рынка ограничены санкциями.

Новые санкции: исчерпаны ли возможности. В течение мая страны ЕС активно обсуждали возможность введения эмбарго на российскую нефть: в итоге оно было одобрено, несмотря на жёсткую позицию Венгрии. Предполагается, что поставки по нефтепроводу «Дружба» будут исключены из эмбарго, и страны центральной Европы продолжают получать нефть без ограничений. Однако Польша и Германия, которые получают сырьё по северной ветке «Дружбы», уже заявили о намерении отказаться от закупок к концу года. По южной ветке «Дружбы» нефть поставляется в Венгрию, Словакию и Чехию, однако нужно отметить, что этот трубопровод проходит через территорию Украины, и перебои в поставках потенциально не исключены.

Что касается морских партий сырья (на них приходится примерно 1,4 млн баррелей в сутки из 2,1 млн баррелей в сутки всего экспорта российской нефти в ЕС), то эмбарго вступает в силу в декабре 2022 года, а на нефтепродукты – в марте 2023 года. Этот срок достаточно длительный, и мы ожидаем, что в течение лета поставки в ЕС практически не будут сокращаться. Мы также полагаем, что весь экспорт российской нефти может быть перенаправлен в Азию морем, если только против него не будут введены новые, более жёсткие санкции (в том числе вторичные санкции со стороны США). В этом отношении намерение ЕС с декабря прекратить страховать танкеры с российской нефтью может оказаться даже более серьёзной проблемой, чем само эмбарго – российским компаниям придётся найти альтернативы в Китае, либо же российское правительство централизованно создаст страховую компанию для этих целей, как это было сделано для перестрахования российских самолетов иностранного производства (эти функции взяла на себя РНПК, структура ЦБ РФ).

Судя по публичным заявлениям европейских политиков, они рассчитывают, что эмбарго не приведёт к резкому росту цен на нефть, что возможно только в том случае, если российское сырьё найдет какие-то другие рынки, и не случится глобального дефицита. Но такой сценарий не позволяет добиться основной цели санкций – сокращения доходов российского бюджета. Параллельно эмбарго западные страны обсуждают возможности введения пошлины на закупки российской нефти, введения обязанности покупателей нефти зачислять плату за неё на эскроу-счета в западных банках (иранский сценарий) и иные способы сократить доходы российских компаний от экспорта нефти так, чтобы при этом резко не остановить поставки и не взвинтить мировые цены. На наш взгляд, все эти предложения либо несостоятельны (то есть не приведут к желаемому результату), либо слишком рискованны.

У США остаётся действенная опция введения вторичных санкций на покупку российской нефти, что сделает операции с ней токсичными и отвлечёт многих крупных азиатских покупателей. Однако это вызовет резкий рост мировых цен, осложнит отношения США с азиатскими экономиками, прежде всего Индией, а также ускорит переход торговли российской нефтью на расчёты в национальных валютах. Учитывая то, что цены на бензин в США сейчас находятся на самых высоких значениях в истории, а стране 8 ноября предстоят выборы в Конгресс, мы считаем маловероятным, что Вашингтон пойдёт на существенное ужесточение санкций против российской нефти этим летом.

Рубль: издержки дедолларизации. Стремительное укрепление рубля в последние два месяца начинает представлять собой серьёзную угрозу прибыли российских нефтегазовых компаний. В настоящий момент, с учетом дисконтов, российская нефть Urals из западных портов РФ продаётся за \$86–90 за баррель, что соответствует уровням начала года. При такой цене на нефть курс в начале года держался на уровне 76 рублей за доллар, тогда как в мае он опустился до минимума в 56 рублей, что означает сокращение EBITDA экспортёров при прочих равных условиях на 25%. При этом предпринимаемые ЦБ меры – сокращение норматива продаж валютной выручки с 80% до 50% и снижение ключевой ставки – по нашему мнению, не будут способны кардинально изменить динамику курса, поскольку та в нынешних условиях в основном зависит от платёжного баланса, положительное сальдо которого резко выросло из-за падения импорта примерно в два раза. Так, снижение нормативов продаж валютной выручки мало повлияет на поведение экспортёров, которые опасаются хранить валюту, так как счета могут быть заблокированы. Фактически, динамика курса в ближайшие месяцы будет зависеть от того, в какой степени восстановится импорт, что, в свою очередь, зависит от восстановления логистических цепочек и выстраивания новых каналов поставок.

Курс рубля к доллару с момента первого украинского кризиса



Газ: насильно мил будешь

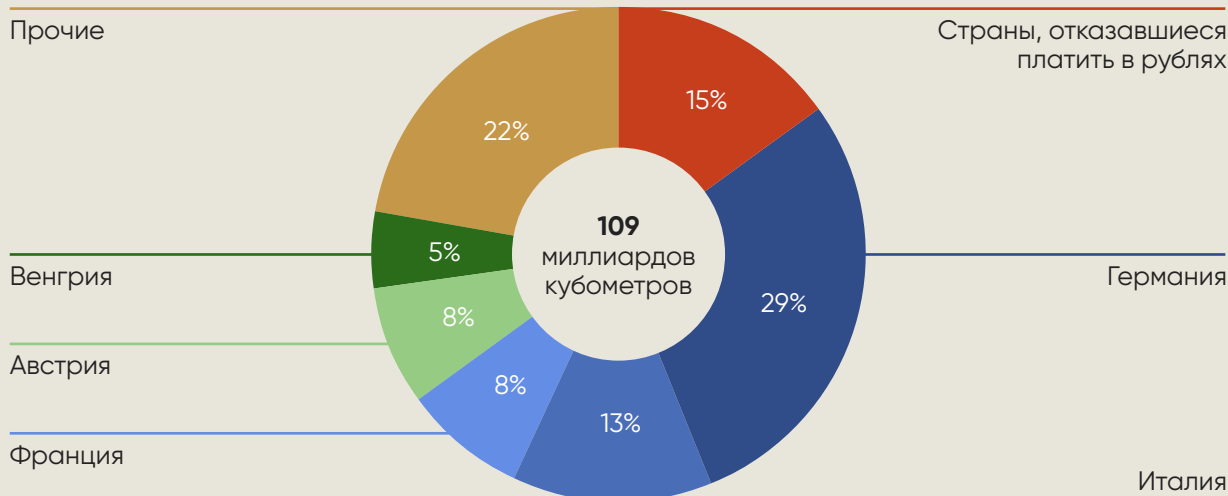
Что произошло. Европейские покупатели газа, несмотря на почти двухмесячные метания и противоречивые заявления европейских политиков, в основном согласились на предложенную Россией схему оплаты газа в рублях. Напомним, новая схема подразумевает, что европейские покупатели должны завести валютный и рублёвый счета в Газпромбанке, конвертировать свой платеж за газ в рубли и перевести его в рублях на счет «Газпрома» — только в этот момент газ считается оплаченным. Еврокомиссия заявляла, что такая схема нарушает санкции, поскольку подразумевает взаимодействие европейских компаний с ЦБ РФ в момент конвертации. Тем не менее, подавляющее большинство стран ЕС в итоге согласилось с этими требованиями, однако Польша, Литва, Латвия, Эстония, Болгария и Финляндия отказались. По мнению ЦРЭ, к «отказникам» присоединится также Дания.

Последствия для российского экспорта. Страны, решившие не платить в рублях, вероятнее всего, в любом случае отказались бы от импорта российского газа в нынешней политической ситуации — позиция «Газпрома» лишь дала им удобный повод разорвать контракты. По оценкам ЦРЭ, в 2021 году на эти страны пришлось порядка 15 млрд кубометров поставок «Газпрома» (на весь ЕС — 145 млрд кубометров).

Более существенным для объёма экспорта является то, что оставшиеся у «Газпрома» потребители минимизируют закупки на фоне высоких цен и масштабных поставок СПГ в Европу в марте-мае. По оценке ЦРЭ, поставки в ЕС за январь-май снизились более чем на 30%, а в целом по итогам года, с учетом отказа от российского газа указанных выше семи стран, поставки могут упасть до уровня в 92 млрд кубометров, то есть на 57% по сравнению с 2021 годом. Данный прогноз основан на предположении, что цены на газ в ЕС останутся высокими в течение лета (в диапазоне \$700–1000 за тыс. кубометров), что позволит европейским странам привлечь достаточно СПГ с азиатского рынка для заполнения подземных хранилищ. Однако погода (например, жаркое лето в Азии) может внести значительные изменения в этот прогноз, заставив Европу покупать больше газа у «Газпрома». Напомним, наш мартовский прогноз по объёму необходимых ЕС закупок газа из РФ составлял 105–115 млрд кубометров, но он не учитывал эффект введения схемы с рублевой оплатой и полный отказ ряда стран от контрактов с «Газпромом».

Последствия для украинского транзита. Нынешние объёмы экспорта трубопроводного газа объективно не нуждаются в полном объёме существующих транзитных мощностей. В мае власти РФ официально отказались от использования маршрута через Польшу, запретив «Газпрому» прокачивать газ по газопроводу «Ямал Европа» в качестве ответной меры на санкции Варшавы в отношении российских компаний.

Оценка экспорта «Газпрома» в Европу в 2022 году



Что касается украинского маршрута, то «Нафтогаз Украины» перестал принимать заявки «Газпрома» на прокачку газа через одну из двух точек сдачи газа на российско-украинской границе – Сохрановку. Отказ объяснялся тем, что Украина больше не контролирует территории, по которым проходит часть магистрального газопровода. При этом «Газпром» отмечал, что украинский персонал по-прежнему работает на газоизмерительной станции «Сохрановка», и никакой опасности для транзита нет. В результате сейчас транзит осуществляется через единственную ГИС «Суджа», на которую приходится 77 млн кубометров в сутки забронированной «Газпром» транзитной мощности из общего объема контракта с Украиной в 109 млн кубометров в сутки. Напомним, «Газпром» платит Украине не за фактически прокаченный газ, а за предоставленные мощности, объем которых в мае фактически сократился на треть. По прогнозу ЦРЭ, «Газпром» не будет платить Украине за мощности, к которым утратил доступ, что может привести к ответным шагам «Нафтогаза» и потенциальной остановке транзита.

В мае «Газпром» прокачивал через Украину 45-60 млн кубометров в сутки, и такой объем без доступа к мощностям «Ямал-Европа» компания не сможет поставить в Европу альтернативными маршрутами в случае прекращения транзита. Единственной опцией остаётся задействование мощностей «Северного потока-2», но по политическим причинам это маловероятно. Хотя мы не считаем потенциальную полную остановку транзита через Украину базовым сценарием, такая возможность существует. Если она реализуется, это приведет к резкому росту цен на газ в Европе, снизит объёмы экспорта «Газпрома» и увеличит темпы отказа европейцев от российского газа. В особенно сложной ситуации может оказаться Молдавия, у которой отсутствуют иные возможности получения российского газа, кроме как через Украину.

Уголь: эмбарго не прошло бесследно

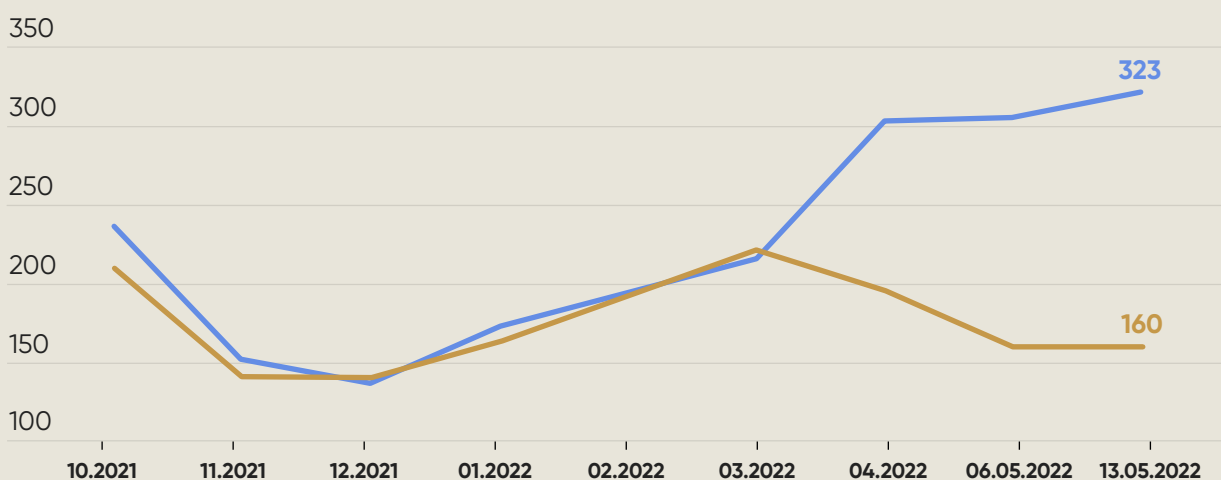
Что произошло. Введенное странами ЕС эмбарго на импорт российского энергетического угля не прошло бесследно. Данные по экспорту угля за май пока отсутствуют, но падение поставок в апреле, по оценке ЦРЭ, могло превысить 20% год к году, экспорт мог опуститься ниже 14,4 млн тонн против 15,7 млн тонн в марте. Основная причина падения экспорта – резкое сокращение закупок со стороны Европы. Хотя эмбарго вступает в силу только в августе, уже в марте страны ЕС сократили закупки по сравнению с прошлым годом, а в апреле этот тренд только усилился. Кроме того, российским угольщикам не удалось в полной мере перенаправить поставки в Азию, поскольку потребление угля в Китае снизилось из-за масштабных локдаунов и существенного роста собственной добычи, которую власти КНР стали интенсивно развивать после энергетического кризиса осени 2021 года.

Прогноз импорта энергетического угля Китаем, млн тонн

На основе данных «Кузбассразрезугля»

Дисконт российского угля в западном направлении, \$ за тонну

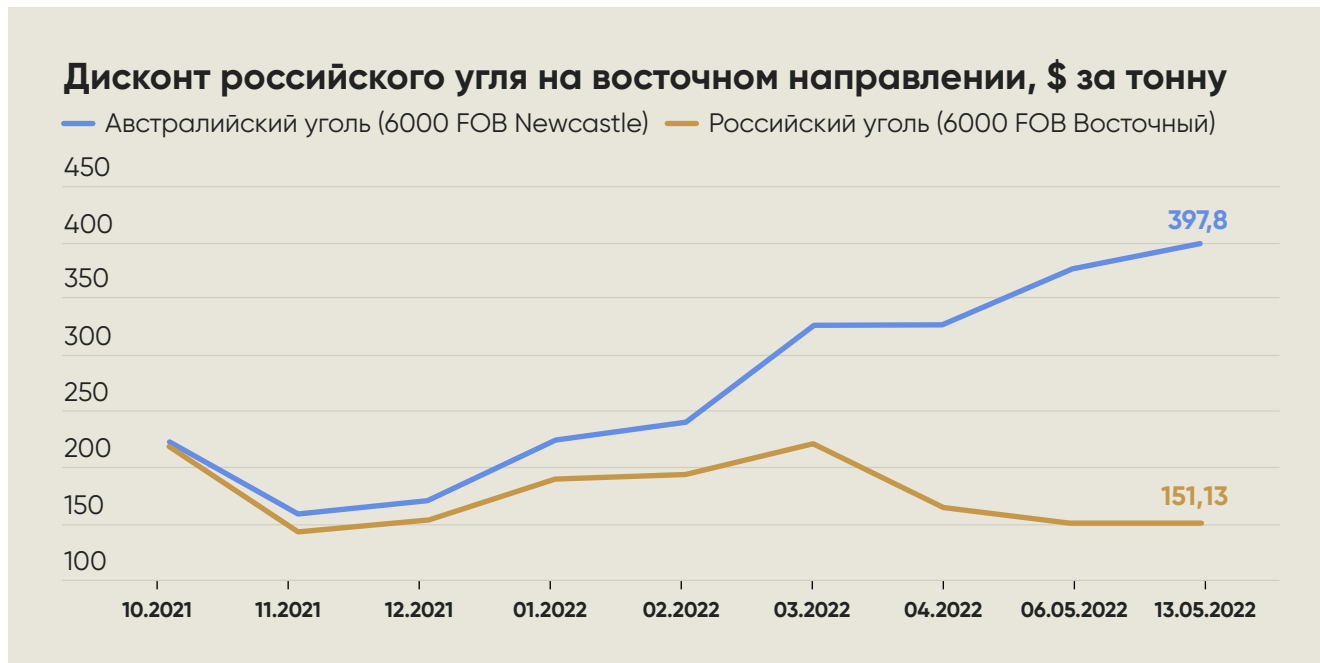
— Европейский рынок (6000 CIF ARA) — Российский уголь (6000 FOB порты Балтики)



Последствия для угольных компаний. В апреле и особенно в мае российский уголь на экспортных рынках стал торговаться с огромным дисконтом, который в Азии превысил \$200 за тонну относительно бенчмарка – австралийского угля. По нашему мнению, существенный вклад в такое расширение дисконта внесли локдауны в Китае, однако большой дисконт, скорее всего, сохранится до осени, когда начнутся активные закупки угля на следующий отопительный сезон.

Ключевая проблема – всё ещё транспорт. Как мы уже отмечали, основная сложность для экспортёров угля в новых условиях заключается в том, что возможности наращивания

вывоза угля на восток на данный момент практически исчерпаны из-за ограниченной пропускной способности БАМа и Транссиба. В последние два месяца уголь также вынужден конкурировать на этом направлении с другими грузами – металлом, лесом и нефтепродуктами – которые имеют более высокий приоритет при перевозке согласно правилам РЖД.



Что касается западного направления, то отгрузки из портов Балтики ожидаемо снизились, поскольку основными получателями этого угля были европейские страны. Основным маршрутом отправки угля в западном направлении теперь являются порты Черного и Азовского моря, прежде всего, порт Тамань. Однако в течение лета на этом направлении могут возникнуть ограничения на сети железных дорог из-за необходимости пропускать увеличенное количество пассажирских поездов на курорты в условиях, когда 11 аэропортов юга РФ закрыты. 24 мая Владимир Путин поручил РЖД увеличить перевозки пассажиров на южные курорты.

