

# НЕФТЕГАЗ: В ОЖИДАНИИ ПЕРЕЛОМА

Владимир Волков, Сергей Кубагишев



**Итоги 2008 года наглядно продемонстрировали, что вопреки заявлениям отдельных высокопоставленных чиновников замедление глобального ВВП и мировой финансовый кризис оказали серьезное влияние на российскую экономику. Ожидание общемирового спада, связанного с началом рецессии в США и вероятным снижением спроса на энергоносители, переломило многолетнюю тенденцию на рынке нефти. 11 июля в Нью-Йорке был зафиксирован исторический максимум в 147 долл. за баррель смеси WTI, но уже к началу декабря котировки откатились почти до 40 долл., а стоимость российского сорта Urals опускалась даже ниже этого значения.**

Отметим, что на протяжении длительного времени даже в условиях глобального экономического подъема и рекордных мировых цен на углеводороды рыночная капитализация отечественных предприятий отрасли демонстрировала весьма слабую положительную динамику. «Большинство нефтегазовых компаний были тогда в целом переоценены рынком относительно своей фундаментальной стоимости», – поясняет независимый отраслевой аналитик Сергей Кубагишев.

С началом же острой фазы мирового кризиса ликвидности вслед за большинством биржевых площадок мира начался катастрофический обвал на российском фондовом рынке, и в первую очередь наиболее ликвидной его части – акций нефтегазовых компаний, которые все это время падали быстрее других. Так, если среднее снижение индексов РТС и ММВБ с их пиковых значений в середине лета к началу зимы составило около 75%, голубые фишки нефтегазового сектора с учетом «Сургутнефтегаза», «Транснефти» и «Татнефти» потеряли порядка 80% своей стоимости. Дополнительный импульс этому движению, очевидно, придали «дело “Мечела”» и победоносная операция «по принуждению Грузии к миру», однозначно воспринятые иностранными инвесторами как повышение политических рисков и сигнал к ускоренному выходу из российских активов.

Ясно, что в условиях сохранения экономической неопределенности и стабилизации цен на нефть возле отметки 40-45 долл. за баррель рассчитывать на возобновление устойчивого роста капитализации российских НК трудно. Особенно с учетом того, что большинство негативных факторов, давившие на котировки нефти все последнее время, к концу прошлого года оставались в силе. Один из них –

превышение предложения энергоносителей над спросом, вызванное резким замедлением большинства ведущих мировых экономик.

В начале декабря Министерство энергетики США опубликовало прогноз, согласно которому впервые за последние 30 лет потребление нефти в мире снизится: в 2008 году в среднем на 50 тыс. баррелей в сутки, а в 2009-м - еще на 450 тыс. баррелей. Вместе с тем эксперты министерства констатировали, что ОПЕК теряет возможность реально влиять на цену этого энергоносителя, которая, по их оценкам, в наступившем году составит в среднем 51 долл. за баррель.

Подобный скепсис в отношении нефтяного картеля понятен. Так, в конце ноября страны ОПЕК приняли решение о снижении с 1 ноября квот на добычу на 1,5 млн баррелей в сутки, однако фактически производство было сокращено лишь на 950 тыс. баррелей, что не позволило удержать цены от дальнейшего падения. Некоторое восстановление котировок наблюдалось только в начале декабря, после того как министр Саудовской Аравии Али аль-Наими заявил о том, что с 1 января 2009 года ОПЕК снизит добычу на 2 млн баррелей в сутки. Соответствующее решение о снижении производства – на 2,2 млн баррелей в сутки – было принято на саммите картеля в алжирском Орানে 17 декабря. Тем не менее многие эксперты сомневаются, что на этот раз ОПЕК сможет выполнить свои обещания. Внутренние противоречия между участниками организации сохраняются. Не случайно в ходе алжирского саммита свое несогласие с позицией аль-Наими выразили главы делегаций Ирана и Нигерии. В то же время ряд экспертов полагают, что, даже если заявленные цели по снижению добычи и будут достигнуты, этого окажется все равно недостаточно для разворота негативного тренда. «Я думаю, что сокращение производства на 1,5-2 млн баррелей в сутки необходимо, только чтобы стабилизировать рынки, – цитирует Bloomberg брокера лондонской Sucden Financial Limited Роберта Монтефаско. – Спрос падает очень быстро. Вероятно, ОПЕК потребует снизить добычу еще больше, если они хотят, чтобы цены вернулись на уровень 50 долл. за баррель или выше».

Решение картеля о снижении добычи не особенно воодушевило и трейдеров: в день саммита цена январского нефтяного фьючерса в Нью-Йорке снизилась до 40,1 долл. за баррель.

## ДЕРЖАТЬ БАЛАНС

Как известно, помочь ОПЕК в дальнейшей балансировке спроса и предложения взялась и Россия, выразившая готовность стать постоянным наблюдателем картеля. В ходе алжирского саммита глава российской делегации вице-премьер Игорь Сечин сообщил, что отечественные нефтяники уже приступили к сокращению экспорта, которое в ноябре составило 1,5 млн тонн, или 350 тыс. баррелей в сутки от запланированного уровня. В наступившем году, по словам Сечина, производство нефти тоже сократится. «При сохранении текущего уровня цен на мировом рынке нефти российский нефтяной комплекс в 2009 году будет вынужден снизить объем поставок на 16 млн тонн, то есть на 320 тыс. баррелей в сутки, а также сократить объем инвестиций, что может в ближайшее время привести к более радикальному сокращению добычи», – заявил вице-премьер.

Таким образом, правительство фактически было вынуждено признать очевидный факт: российские компании активно сворачивают инвестпрограммы, прямым следствием чего станет значительное падение их выручки в ближайшие месяцы. Причем, по мнению ряда экспертов, снижение производства уже сейчас грозит НК серьезными финансовыми проблемами. «Если ЛУКОЙЛ и другие российские нефтегазовые компании приостановят производство и реализацию, то они – почти банкроты», – утверждает Кубагишев.

В этих условиях, возможно, правительству придется уступить напору нефтегазового лобби и пойти на определенное снижение налоговой нагрузки на отрасль. В частности, «Газпром» в начале декабря обратился в правительство с просьбой об обнулении ставки НДС для его проекта по освоению Штокмановского месторождения (подробнее о реформе НДС см. «Налоговый дифференциал» на стр. XX). Отметим, что по итогам 2008 года объемы производства газового монополиста, по предварительным оценкам, должны были снизиться на 3%, до 543,2 млрд куб. м. Не исключено, что эта тенденция сохранится и в году наступившем. При этом, по собственному прогнозу «Газпрома», в 2009 году его экспортная выручка сократится на 31,7% из-за падения среднегодовой экспортной цены – до 280 долл. за тыс. куб. м. Однако эти потери компания сможет отчасти компенсировать ростом цен на внутреннем рынке. В начале зимы заместитель председателя правления «Газпрома» Александр Медведев подтвердил, что в среднем внутренние тарифы за газ в 2009 году вырастут на 19%. «Среднегодовой уровень цен на будущий год будет в диапазоне 260-300 долл. в зависимости от

транспортных расходов. Вот такой разброс мы будем иметь, если ничего не произойдет до конца этого года и в первой половине следующего», – заявил менеджер в середине декабря.

Однако, несмотря на трудности добывающих компаний, правительство до сих пор весьма неохотно шло на уменьшение налогов для отрасли. Одним из таких послаблений стало снижение с 1 декабря экспортной пошлины на нефть до 192,1 долл. за тонну против 287,3 долл. в ноябре. Тем не менее даже при такой ставке российские компании продолжали нести убытки на экспортных поставках: при цене барреля Urals в районе 50 долл. они оценивались примерно в 20 долл. за тонну. Но в такой позиции правительства аналитики не видят ничего удивительного. «В текущей ситуации государство не пойдет на временное ослабление налогового бремени, потому что денег и так нет», – полагает Кубагишев. Впрочем, с этой точкой зрения не согласен директор Департамента экономики и финансов Минприроды Григорий Выгон, который полагает, что государство может предоставить компаниям отсрочку по налоговым платежам, компенсируя выпадающие доходы из резервного фонда и оптимизируя государственный бюджет. «У нас есть резервы для оптимизации затрат, в том числе и у самого государства. Например, снижать бюджетные расходы», – поясняет Выгон. (Подробнее см. интервью на стр. XX).

Пока же вместо налоговых поблажек большинству ведущих отечественных НК светят серьезные финансовые санкции со стороны государства. В середине декабря Федеральная антимонопольная служба объявила предварительный размер штрафов, которые она намерена взыскать за фиксирование цен на рынке нефтепродуктов прошлым летом с ЛУКОЙЛа и «Роснефти», – 1,5 и 1,8 млрд руб. соответственно (окончательное решение должно было быть принято 24 декабря). Ранее двум другим компаниям, ТНК-ВР и «Газпром нефть», были выставлены аналогичные претензии – на 1,1 млрд и 1,4 млрд руб., которые те пытаются оспорить. «Сургутнефтегаз», также проходивший по этому делу, пока отделался легким испугом: ФАС в итоге пришла к выводу, что компания не занимает доминирующего положения на рынке.

## ЛУЧ СВЕТА

Очевидно, что главный вопрос – как будут вести себя в дальнейшем цены на нефть, от ответа на который напрямую зависит стоимость предприятий сектора, – сегодня остается открытым ввиду большой неопределенности будущего мировой экономики. Однако не исключено, что котировки уже нащупали свое дно и при благоприятных обстоятельствах движение вверх – более или менее серьезное – может скоро возобновиться. Одним из таких сигналов рынку может стать реальное скоординированное сокращение производства нефти, о котором было заявлено ОПЕК и рядом независимых производителей.

Кроме того, вверх нефть могут толкнуть чисто спекулятивные факторы. Эксперты отмечают, что стоимость фьючерсов на углеводороды уже достигла значений, соответствующих началу долгосрочных растущих трендов. Кроме того, вполне вероятно дальнейшее ослабление доллара к ведущим мировым валютам, снижение стоимости которого традиционно ведет к росту цен на нефть. В середине декабря ФРС в очередной раз снизила базовую процентную ставку до 0,25%, что привело к новому падению курса американской валюты на мировых биржах. Этому же поспособствовала и ситуация на рынке казначейских облигаций США, доходность которых к началу зимы вплотную приблизилась к нулевой отметке, а по самым коротким бумагам – даже превысила ее, подтолкнув инвесторов к дальнейшему поиску альтернативы бумагам, номинированным в долларах. «В этих условиях могут начать расти и другие материальные активы, в том числе и нефть, – замечает старший аналитик УК «ЦЕРИХ Кэпитал Менеджмент» Олег Душин.

По мнению ведущего аналитика ИК «Файненшл Бридж» Дмитрия Александрова, мировые цены на нефть, скорее всего, пройдут минимум в конце 2008-го – начале 2009 года, а к маю могут достичь отметки 65 долл. за баррель. «Дальнейшее движение будет определяться темпами восстановления мировой экономики, – отмечает Александров, – причем цена на нефть будет служить опережающим индикатором, то есть она начнет расти раньше, чем возобновится подъем мирового ВВП». Последнего, по мнению эксперта, можно ожидать в конце 2009-го – начале 2010 года. Александров называет этот прогноз умеренно оптимистичным, замечая, что фундаментальные факторы говорят о наиболее вероятном колебании цен в первой половине наступившего года в пределах 45-55 долл. за баррель. В целом это совпадает с оценками ведущих западных банков. Так, в начале декабря Deutsche Bank понизил прогноз цены на нефть на 2009 год до 47,5 долл. за баррель. В BNP Paribas полагают, что в I квартале наступившего года цена барреля сорта WTI составит 50 долл., во II-м – 42 долл., после чего

начнется некоторое восстановление котировок – до 50 и 70 долл. за баррель в III и IV кварталах соответственно. Примерно на эти цены ориентируются и российские нефтяники. Скажем, бюджет ЛУКОЙЛа на этот год верстался исходя из цены в 45 долл. за баррель.

В этой связи, несмотря на то что акции отечественных нефтегазовых компаний сегодня выглядят сильно перепроданными, ожидать бурного роста их стоимости в начале года, вероятно, не стоит. Также инвесторам едва ли имеет большой смысл ориентироваться на их фундаментальные показатели. «В текущей кризисной ситуации фундаментальные преимущества или недостатки компаний никого не интересуют, – замечает Кубагишев. – Важно только одно обстоятельство: потенциальный ты банкрот или реальный».

Исходя из этого, эксперт советует инвесторам, готовым сегодня, несмотря ни на что, вкладывать деньги в акции предприятий сектора, отдать предпочтение бумагам «Газпрома», «Роснефти» и «Транснефти» ввиду инфраструктурной зависимости от них российской экономики, а также участия государства в их капитале. При этом он предупреждает, что в ближайшие месяцы есть вероятность снижения цен на нефть ниже 40 долл. за баррель (и, соответственно, нового падения капитализации компаний нефтегазового сектора), хотя и считает, что такое падение едва ли будет носить долгосрочный характер.

Учитывая все эти факторы, эксперт предлагает посчитать потенциал роста наиболее ликвидных бумаг в 2009 году с поправкой на возможное сохранение негативного фона на внутреннем и внешнем рынках.