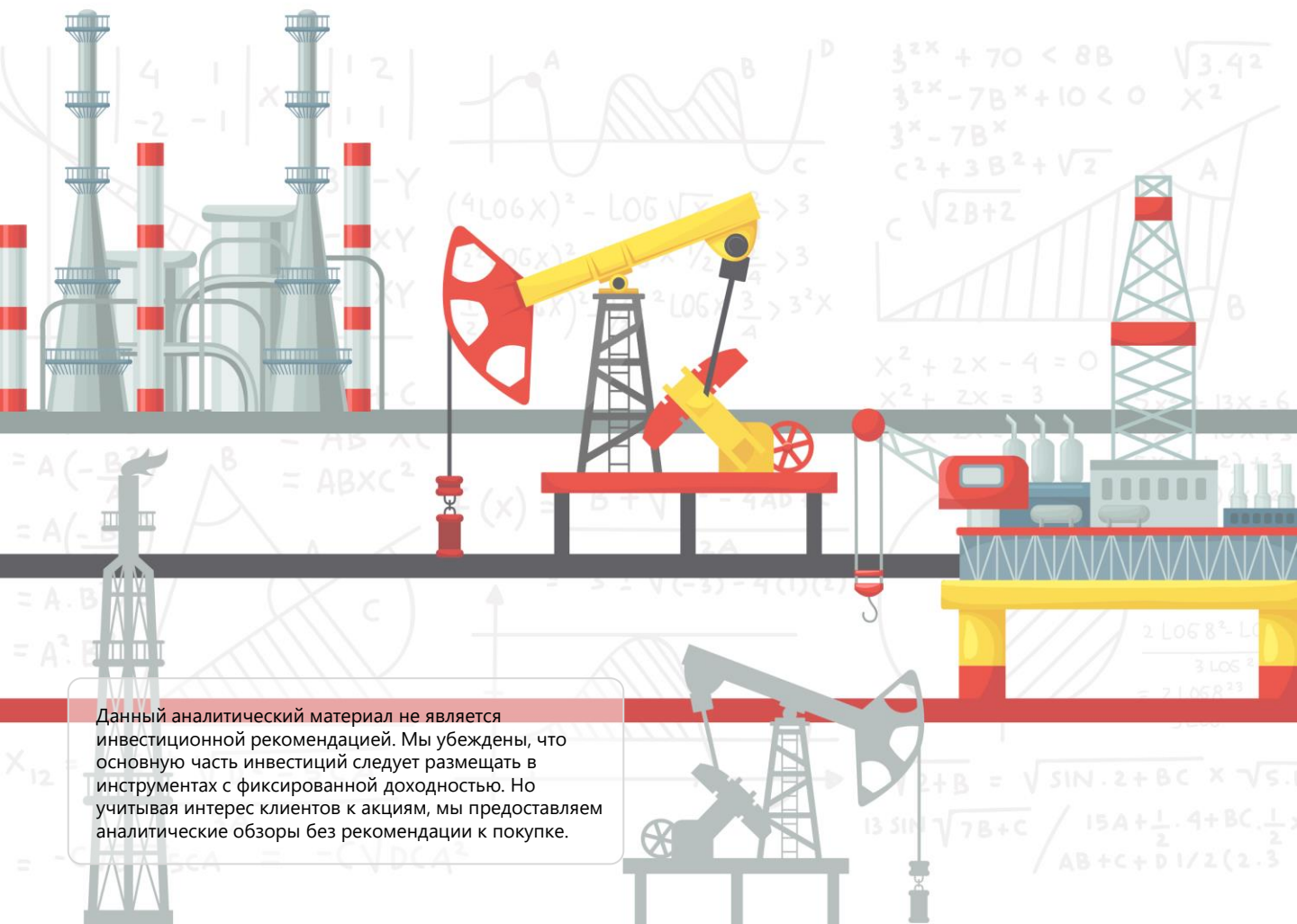




TENÍZ CAPITAL
INVESTMENT BANKING

Почему нефть сейчас – не спекуляция, а математика

**Кризис в Ормузе, дефицит баррелей и
возможность, которую рынок пока не до
конца видит**



Данный аналитический материал не является инвестиционной рекомендацией. Мы убеждены, что основную часть инвестиций следует размещать в инструментах с фиксированной доходностью. Но учитывая интерес клиентов к акциям, мы предоставляем аналитические обзоры без рекомендации к покупке.

Почему нефть сейчас — не спекуляция, а математика

Кризис в Ормузе, дефицит баррелей и возможность, которую рынок пока не до конца видит

В последние недели инвесторам всё чаще приходит один и тот же вопрос: стоит ли сейчас вообще входить в нефтяные акции, когда Brent уже побывал выше ста долларов, когда заголовки кричат про войну в Персидском заливе, а цена то прыгает вверх, то падает на десять процентов за день. Ответ неожиданный для многих: рынок по-прежнему недооценивает долгосрочные последствия того, что сейчас происходит на Ближнем Востоке. В этой статье мы объясним, почему.

Цена на нефть WTI



То, что уже произошло, — не заголовок, а физическая потеря

Чтобы понять масштаб происходящего, нужно сначала увидеть физический шок, который уже случился. В конце февраля 2026 года началась военная эскалация вокруг Ирана, за которой последовало резкое обострение в Ормузском проливе. Через этот узкий пролив в спокойное время проходит около двадцати миллионов баррелей нефти и конденсата в день — примерно четверть всей мировой морской нефтяной торговли. С начала марта трафик упал более чем на девяносто процентов. По состоянию на середину апреля 2026 года в Персидском заливе скопилось свыше двухсот тридцати загруженных танкеров, которые физически не могут доставить нефть покупателям. Страховые ставки на военные риски в разгар кризиса подскакивали с обычных 0,2% стоимости судна до пяти процентов — это примерно пять миллионов долларов премии на один рейс стандартного танкера.

Международное энергетическое агентство в своем апрельском отчете назвало происходящее крупнейшим перебоем предложения в истории нефтяного рынка — больше, чем эмбарго 1973 года и иранская революция 1979 года, вместе взятые. В марте глобальная добыча упала примерно на 7,8 миллиона баррелей в сутки, а в апреле потери усилились до уровня около 10 миллионов баррелей в день. Саудовская Аравия скатилась до 7,79 миллиона баррелей в сутки — минимум с середины 2020 года. Ирак, у которого девяносто пять процентов экспорта зависит именно от Ормуза, потерял около двух третей добычи. Кувейт — половину. ОАЭ — почти половину.

Эти дневные цифры важно перевести в накопленный итог — именно так видна настоящая картина. На конец апреля 2026 года накопленные потери мирового предложения уже превысили 500 миллионов баррелей. 500 миллионов баррелей — это примерно пять суток мирового потребления, которых просто нет и никогда уже не будет.

Вот как выглядит картина потерь в табличной форме, с прогнозом на ближайшие месяцы по базовому сценарию, в котором пролив постепенно открывается в мае, а добыча восстанавливается постепенно:

Месяц	Потери, млн барр/день	Дней в месяце	Потери за месяц, млн барр	Накопительно, млн барр
Март 2026	7,8	31	241,8	241,8
Апрель 2026	10,0	30	300,0	541,8
Май 2026 (прогноз)	6,7	31	207,7	749,5
Июнь 2026 (прогноз)	4,0	30	120,0	869,5
Июль 2026 (прогноз)	2,5	31	77,5	947,0
Август–декабрь 2026 (прогноз)	~1,0 в среднем	153	~150	~1 100

Важная деталь: цифры мая, июня и последующих месяцев — это прогноз, построенный на относительно оптимистичном допущении. В пессимистичном сценарии, о котором мы поговорим отдельно, эти числа выглядят существенно хуже. Но даже в базовом — мы уже смотрим на суммарные потери ближе к одному миллиарду баррелей к концу года.

Почему быстрого отскока добычи физически не будет

Некоторая часть участников рынка исходит из того, что «если завтра договорятся, послезавтра всё нормализуется». Именно поэтому цена резко упала после первых сообщений о перемирии — хотя по факту пролив по-прежнему закрыт, и само перемирие никак не изменило энергетическую ситуацию на земле.

Представьте, что завтра утром объявлено о постоянном прекращении огня и пролив официально открыт. Что произойдет на самом деле? Во-первых, страховые компании не включают военное покрытие обратно по щелчку пальцев. Международные страховые комитеты пересматривают зоны высокого риска осторожно, и предыдущие похожие эпизоды показывают, что от факта прекращения боевых действий до массового возвращения страхования нефтяных танкеров проходит от трех до шести недель. Без страхования судовладельцы просто не отправят VLCC стоимостью сто миллионов долларов в зону, которая еще вчера была минным полем.

Во-вторых, когда страхование вернется, первыми из пролива пойдут не новые партии, а те самые около двух сот танкеров, которые уже стоят в Заливе загруженные. На мировой рынок они выплеснут свои объемы — это облегчит самые острые спотовые цены на несколько дней, но параллельно создаст другую проблему: покупатели в Азии и Европе сначала разберут этот «танкерный склад» и только потом сформируют новые заказы, которые подтолкнут производителей региона вернуть добычу. Иными словами, потоки возобновятся, а физическое восстановление производства запоздает еще на две-три недели. В том числе потому что нужно опустошить накопленные запасы.



В-третьих — и это самое болезненное — скважины, которые остановлены на несколько недель, не всегда возвращаются к прежней продуктивности. Месторождения в Заливе технически сложные, часть из них связана единой инфраструктурой с НПЗ, газовыми заводами, электростанциями. По оценкам IEA, более восьмидесяти энергетических объектов в регионе получили серьезные или очень серьезные повреждения. Исполнительный директор IEA в середине апреля прямо заявил, что полное восстановление мощностей по добыче и переработке в регионе может занять до двух лет. Новый администратор EIA сформулировал еще жестче: мир никогда прежде не видел, как пролив этого масштаба закрывается и открывается заново, и полное восстановление потоков займет месяцы.

Базовый сценарий EIA звучит так: добыча в регионе возвращается к доконфликтным уровням не раньше конца 2026 года, а риск-премия в ценах удерживается и в 2027-м. IEA в апрельском отчете честно признает, что даже этот сценарий может оказаться слишком оптимистичным. Это означает простую вещь: даже в мае мы не получим полного предложения, июнь будет с дефицитом, июль — с уменьшающимся дефицитом. Часть майской добычи мы уже потеряли просто потому, что страхование не успеет восстановиться до середины месяца.

Один-полтора миллиарда баррелей — нефти, которой просто нет

К концу 2026 года суммарные потери мирового предложения составят, по консенсусу крупнейших аналитических команд, от одного до полутора миллиардов баррелей. Это число нужно прочувствовать.

Полтора миллиарда баррелей — это примерно пятнадцать дней мирового потребления. Это больше, чем весь стратегический нефтяной резерв США даже после недавнего высвобождения в 400 миллионов баррелей, которое было координировано в марте — самое крупное высвобождение в истории. Этой нефти не просто «станет меньше на бумаге». Ее физически не будет. Ее не добыли, она не погружена в танкеры, она не придет ни в Роттердам, ни в Нинбо, ни в Сингапур, ни в Мангышлак.

Когда мы смотрим на апрельский отчет IEA и видим, что запасы нефти в странах OECD снижаются со скоростью около 6,6 миллиона баррелей в сутки, становится ясно: это не локальный шок, а перестройка всего баланса мирового рынка. И это подводит нас к самому важному концептуальному сдвигу, который рынок еще не осознал до конца.

От потоков к запасам — сдвиг, который меняет всё

Инвесторам важно понять ключевой сдвиг: нефтяной рынок сейчас живет в иллюзии текущих «потоков» (flows), но скоро жестко столкнется с реальностью истощенных «запасов» (stocks).

Почему рынок пока спокоен (логика потоков) — сейчас трейдеры мыслят так: да, добыча упала, но как только конфликт закончится, всё нормализуется. Из-за этой веры во временные трудности дальние фьючерсы торгуются парадоксально дешево. Нефть с поставкой прямо сейчас (ближний Brent) стоит \$94–96, а контракты на конец 2026 или 2027 года оцениваются всего в \$70–80. Рынок закладывает скорый возврат к норме, формируя рекордную разницу в ценах — историческую бэквордацию.

Куда исчезает нефть (Логика запасов) Но эта логика перестает работать, когда запасы падают до критической отметки. Здесь важно сопоставить две цифры:

- Мировые потери: Как мы говорили ранее, в апреле мировая добыча теряет около 10 млн баррелей в день. За полный месяц это 300 млн баррелей физически не добытой нефти.
- Удар по запасам OECD: Этот глобальный дефицит в 300 млн баррелей покрывается из разных источников (стратегические резервы стран, запасы в танкерах на воде), но основной удар принимают на себя коммерческие запасы развитых стран (OECD). Из них в апреле «вымывается» около 166 млн баррелей, а в начале мая уйдет еще как минимум 67 млн.



Эти 166 млн довольно значительны. На первый взгляд, общие запасы стран OECD огромны — около 3 миллиардов баррелей. Кажется, что потеря 166 млн — это капля в море. Но это опасное заблуждение, потому что не всю эту нефть можно использовать.

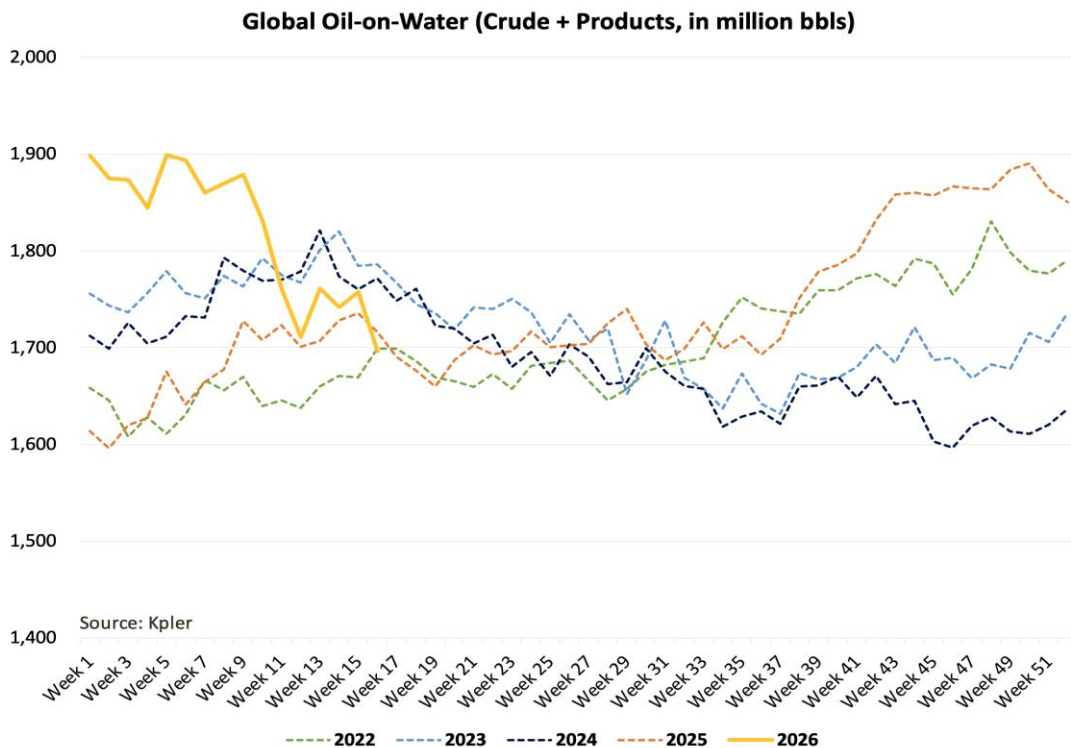
Запасы делятся на две части:

1. «Мертвый объем» (Operational minimum): Около 2,2–2,3 млрд баррелей физически «заперты» в трубопроводах, терминалах и технологических линиях. По стандартам IEA, это запас прочности примерно на 30 дней работы. Эту нефть нельзя просто взять и продать — без нее заводы и логистика физически встанут.
2. Реальный буфер: Это лишь разница между общими запасами и этим «мертвым объемом». То есть реально свободная нефть, которой рынок может сглаживать шоки.

Сегодня этот свободный буфер тает на глазах. Когда из него всего за полтора месяца испаряется более 230 млн баррелей (166 млн в апреле + 67 млн в мае), мы вплотную подходим к той самой «красной линии».

Как только запасы НПЗ коснутся операционного минимума, цена перестанет отражать баланс спроса и предложения. Она станет механизмом выживания: покупатели будут платить любую цену, лишь бы заводы не остановились. И именно в этой точке рынок переоценит всю кривую фьючерсов, осознав, что восстановить такие запасы быстро — математически невозможно.

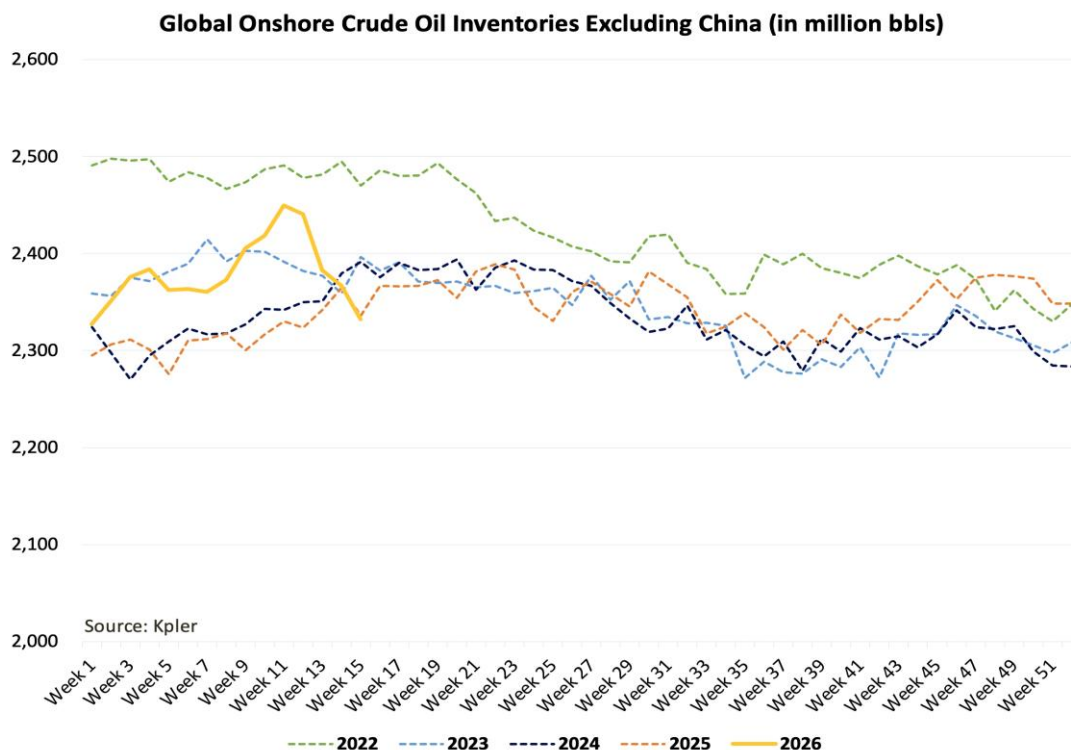
Запасы на воде



Когда рынок переключается с режима flows на режим stocks, происходит две вещи. Первое: спотовые цены уходят вверх не на пять-десять долларов, а скачкообразно — потому что покупатель, которому не хватит нефти для работы завода, будет платить любую цену, лишь бы получить груз. Второе, и более важное для инвестора: переоцениваются не только ближние фьючерсы, но и дальний конец кривой. Рынок начинает понимать, что восстановить запасы после такого шока — это не вопрос одной квартальной нормализации.



Запасы на суше за исключением Китая



Когда дальние фьючерсы поднимаются, переоцениваются и акции нефтяных компаний. Потому что их внутренняя стоимость зависит не от того, сколько стоит нефть сегодня, а от того, какую среднюю цену инвесторы заложат в модель на ближайшие пять–десять лет. Сейчас в консенсус встроено долгосрочное Brent около 70 долларов. Если рынок сместит эту оценку к 80–85 долларам — это не просто лучший квартал. Это системная переоценка капитала сектора, которая может дать десятки процентов роста даже без новых эскалаций.

Сценарий, в котором \$150 перестает звучать безумно

Теперь представьте менее приятный сюжет, который сегодня нельзя считать маловероятным. Достаточно, чтобы пролив оставался эффективно закрытым ещё три-четыре недели — то есть весь май. Ещё более жёсткий вариант: закрытие растягивается на два месяца, до конца июня. В обоих случаях картина складывается похожая. Сохраняется военно-морская блокада иранских портов, Иран не дает гарантий безопасности прохода судам. Страховщики не возвращают покрытие ни в апреле, ни в мае, а в пессимистичном варианте — и в начале июня. Восстановление добычи на Ближнем Востоке начинается лишь в июне–июле, а при двухмесячном закрытии — ближе к концу лета. К этому моменту накопленный дефицит уходит далеко за пределы одного миллиарда баррелей, а коммерческие запасы в OECD пробивают операционный минимум.

Здесь важно понимать: речь не про «войну до зимы». Достаточно того, что пролив фактически не работает ещё месяц-полтора сверх того, что уже произошло. Даже такой, казалось бы, умеренный сдвиг сроков превращает текущий дефицит в структурный, от которого рынок уже не сможет отмахнуться через фьючерсную кривую.

В такой конфигурации цена должна подняться до уровня, при котором спрос физически сократится на четыре–пять процентов — иначе рынок просто не сходится по балансу. Это и есть demand destruction, разрушение спроса через цену.



Исторический опыт 1973 и 1979 годов показывает, что цена должна расти нелинейно, рывком, пока не начнет менять поведение: закрывать нефтехимические производства, тормозить авиаперевозки, заставлять людей откладывать поездки. Аналитические команды JPMorgan и Morgan Stanley независимо друг от друга моделируют severe-сценарий с Brent в диапазоне 150–180 долларов. Bank of America идет дальше: при продлении конфликта до третьего квартала — цена уходит к 170, при затяжном сценарии — к 200.

Почему акции нефтяных компаний — самый эффективный способ получить эту экспозицию

Для инвестора, рассчитывающего на дальнейший рост нефтяных котировок, прямые инвестиции в акции энергетического сектора сегодня выглядят гораздо более эффективной стратегией, чем покупка товарных деривативов. Корпоративный сектор предлагает инвесторам прямую выгоду от феномена операционного рычага (operating leverage). Арифметика здесь весьма прямолинейна. Для крупных интегрированных корпораций полная точка безубыточности, включающая капитальные затраты и дивидендные выплаты, обычно находится ниже отметки в 50 долларов за баррель Brent. Американские сланцевые производители чувствуют себя еще увереннее, балансируя в диапазоне 35–45 долларов по WTI. Когда котировки устремляются к 90 долларам, затраты компаний остаются зафиксированными, в результате чего каждый дополнительный доллар роста цены практически целиком трансформируется в чистую прибыль. В этом и заключается суть операционного рычага — асимметрия, при которой прибыль растет непропорционально быстрее цены базового товара.

Несмотря на то, что с начала 2026 года энергетика заметно опережает широкий рынок, ее фундаментальная оценка остается исторически недооцененной. Сейчас вес энергетического сектора в индексе S&P 500 едва достигает 4%, тогда как в середине нулевых этот показатель превышал 15%. Сектор генерирует впечатляющую доходность свободного денежного потока (free cash flow yield) на уровне 7% против скромных 4% по рынку в целом. Наглядным индикатором недооценки служит компания Occidental Petroleum (OXY). В настоящий момент она стоит всего 13 свободных денежных потоков 2025 года, причем эта оценка базируется на весьма консервативном допущении, что средняя цена нефти составит лишь 65 долларов за баррель. Учитывая текущую конъюнктуру, аналитический консенсус небезосновательно закладывает рост прибылей энергетического сектора на 71% во втором квартале 2026 года. Это не рыночный хайп, а следствие математики операционного рычага, приложенной к актуальным ценам на сырье.

Наконец, стоит отметить радикальную трансформацию корпоративной культуры нефтяников. После шока 2020 года индустрия принципиально изменила философию и подход к капитальной дисциплине. Если десятилетие назад сектор направлял на капитальные расходы почти вдвое больше средств, чем сегодня, то теперь бюджеты жестко регламентированы, а рост добычи отошел на второй план. Компании больше не сжигают избыток прибыли в новых скважинах сомнительного качества. Вместо этого они методично возвращают капитал акционерам через дивиденды и масштабные программы обратного выкупа акций, превращая индустрию в надежный механизм генерации стоимости для долгосрочного инвестора.

Что важно учесть, прежде чем принимать решение

Две оговорки, которые обязательно нужно сделать. Во-первых, нефть — волатильный актив. На одной новостной строке о возможном открытии пролива Brent может упасть на 10% за день — и в течение последних недель такое случалось не раз. Если инвестор не готов к колебаниям портфеля в 5–10% за короткий период, нефтяной сектор — не для него. Во-вторых, геополитика непредсказуема: если завтра будет достигнуто полномасштабное мирное соглашение, часть war premium уйдет из цен быстро и болезненно.



Но даже после такого отката структурная картина — низкий spare capacity, истощенные запасы, годы недоинвестирования, растущий спрос в Азии — останется, и именно она, а не войны, задает равновесную цену на горизонте трех-пяти лет.

Вывод

Нефтяной рынок сегодня — это не история про «будет война или не будет войны». Это история про сдвиг от математики потоков к математике запасов. Про один-полтора миллиарда баррелей, которых физически не будет — нефть, которая не была добыта, не появится никогда. Про компании, у которых точка безубыточности в районе 40 долларов, а нефть торгуется ближе к 95. Про сектор, который занимает всего 4% S&P 500 при форвардном P/E 14,9 против 20,9 у рынка и генерирует free cash flow yield почти вдвое выше рыночного.



TENİZ CAPITAL

INVESTMENT BANKING

Информация, содержащаяся в настоящем отчете, носит исключительно информационный характер и не является предложением на совершение операций. Отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем.

АО «Teniz Capital Investment Banking» не несет ответственности за использование клиентами приведенной информации, а также за сделки и операции с финансовыми инструментами, упоминающимися в ней.

Финансовые инструменты, номинированные в иностранной валюте, могут быть подвержены влиянию динамики курса валют.

Рекомендуем оценивать целесообразность и риск тех или иных инвестиций и стратегий и учитывать волатильности рыночной конъюнктуры.

АО «Teniz Capital Investment Banking»

Республика Казахстан,
г. Алматы, пр. Назарбаева, 240 г,
БЦ Teniz Towers

Республика Казахстан,
г. Астана, ул. Сыганак, д.60/4,
БЦ Abu Dhabi Plaza

e-mail: clients@tenizcap.kz | tenizcap.kz
+7 771 722 79 51 (WhatsApp)
+7 778 208 88 80
+7 727 355 37 22

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНКИНГ
ib@tenizcap.kz

ОТДЕЛ ПО РАБОТЕ С КЛИЕНТАМИ
sales@tenizcap.kz

ҚНРДА 18.05.2023 ж. берген №3.2.249/19 лицензия
Лицензия АРРФР №3.2.249/19 от 18.05.2023 г.

ҚНРДА 16.06.2023 ж. берген №4.3.19 лицензия
Лицензия АРРФР №4.3.19 от 16.06.2023 г.

Investment