

## МНЕНИЕ МАКРОЭКОНОМИСТА



**Владимир Брагин**  
CFA | Директор  
по анализу  
финансовых рынков  
и макроэкономики

### Коррекция в нефти: возврат к реальности

Снижение цен на нефть с начала октября почти на 25% оказалось наиболее сильным за последние несколько лет и стало неожиданностью. Но стоит отметить, что экономическая теория утверждает, что сильные движения в рыночной стоимости актива почти всегда обусловлены либо неожиданными событиями, либо неправильными ожиданиями и соответственно действиями участников рынка. В этот раз в случае нефти сработало и то и другое, поэтому стабилизация ситуации будет зависеть от того, насколько быстро ключевые игроки на рынке адаптируются к новым условиям.

*Рост цен спровоцировал рост ожиданий*

Если вспомнить ожидания по ценам на нефть в начале 2018 года, то достаточно мало кто считал, что они могут даже удержаться около отметки USD 70 за баррель Brent. Очень мало кто всерьез полагал, что они смогут превысить отметку USD 80. Но по мере того, как на рынке сохранялся дефицит, а цен росли, ожидания начали подтягиваться за ними. В общем, до недавнего времени ситуация на рынке нефти развивалась по крайне оптимистичному сценарию если сравнивать с ожиданиями.

Это, в том числе, сказалось и на динамике добычи нефти, в частности она была увеличена не только США, но и Саудовской Аравией (+150 тыс. баррелей в сутки в октябре) и Россией (+50 тыс. в октябре). Причем последние две страны увеличивали добычу в расчете, в том числе, на замещение ожидавшегося снижения объема поставок из других стран.

*Расчет на снижение добычи в Ливии, Венесуэле и Иране не оправдался*

Основной причиной возникновения дефицита на рынке нефти, помимо соглашения ОПЕК+, являлось снижение добычи в Венесуэле, Ливии, к которым, как ожидалось, должен был присоединиться Иран после вступления санкций со стороны США.

Но, как оказалось, добыча к Венесуэле снижается не так быстро, как рассчитывал рынок. Более того, темп снижения явно замедлился в последнее время, а по итогам октября даже был зафиксирован небольшой рост.

Добыча в Ливии и вовсе не только восстановилась после просадки в июне-июле, но и обновила 5 – летние максимумы. Причем сильный рост пришелся именно на октябрь, в этом месяце добыча выросла на 170 тыс. баррелей в сутки.

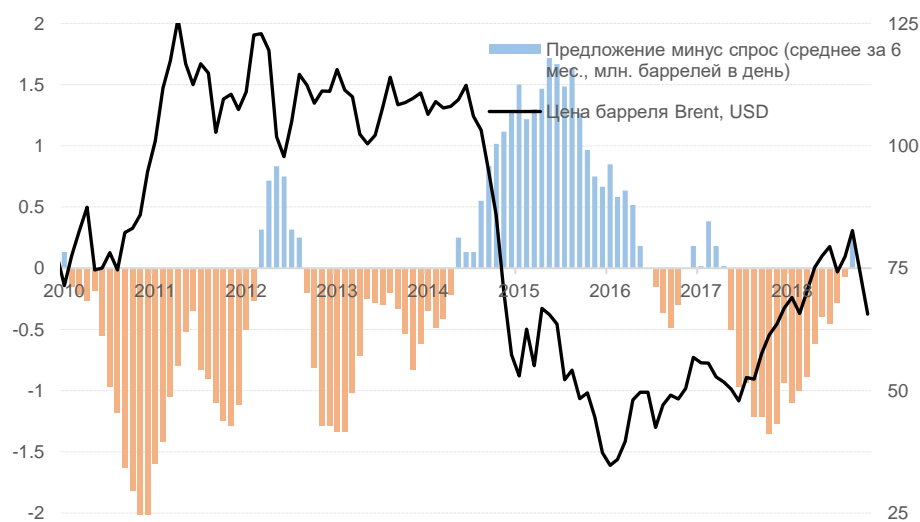
Санкции против Ирана, которые также закладывались как фактор снижения поставок нефти на мировой рынок, оказали не такое сильное влияние на него, как ожидалось. По крайней мере, на текущем этапе. Это связано с большим числом исключений (waivers), позволивших большинству крупнейших потребителей иранской нефти продолжать ее покупки как минимум в ближайшие месяцы. Это также способствовало тому, что объемы предложения нефти оказались выше ожиданий.

### Спрос и предложение

Но увеличение объемов предложения в октябре – это лишь половина истории. Уже в сентябре объем предложения на рынке нефти превысил спрос, до этого более года фиксировался дефицит. Поэтому увеличение объемов добычи нефти в октябре должно было еще больше увеличить избыток предложения, что и сказалось на нефтяных котировках.

Похожая ситуация наблюдалась в первой половине 2017 года, тогда на фоне возникновения избыточного предложения цены на нефть также снижались. Но так как на тот момент на рынке не было завышенных ожиданий по объемам выпадающего предложения, это снижение в процентном выражении составило около 15%.

### Баланс спроса и предложения и цены на нефть



Стоит отметить, что из-за низкой эластичности спроса на нефть, даже относительно небольшой дефицит или избыток на рынке могут приводить к сильным ценовым движениям. Судя по динамике добычи ключевых игроков, в октябре избыток предложения мог составить 0.5-0.8 млн. баррелей в сутки, что выше, чем в начале 2017 года, и сопоставимо с ситуацией середины 2012 года, когда просадка по нефти составила почти 30%. Поэтому основной вопрос сейчас – как быстро рынок придет в сбалансированное состояние.

### ОПЕК+ нужно восстановить дисциплину

Высокие цены на нефть, как многие, опасались, привели к снижению дисциплины в выполнении договора о сокращении добычи. В результате могут потребоваться определенные усилия, чтобы снова добиться сокращения добычи в рамках существующего договора. Тем не менее, именно резкое снижение цен на нефть увеличивает вероятность не только словесных интервенций, но и реального сокращения объемов добычи.

### *Долгосрочные ожидания по нефти*

Текущее снижение цен на нефть, на наш взгляд, стоит рассматривать как ее возврат к более фундаментально обоснованным уровням. Высокие цены на нефть приводят к быстрому увеличению предложения, и росту инвестиций в разведку и бурение, что и создает фундамент для падения цен в будущем.

Хорошая новость состоит в том, что в отличие, например, от 2014 года, сейчас нет позади нескольких лет цен на нефть в среднем выше USD 100 за баррель, поэтому и объемы инвестиций в нефтяной отрасли в последние годы были ниже. Плохая же новость – это увеличение добычи в странах вне ОПЕК+, особенно в США, а также вопросы относительно роста мирового потребления, особенно в случае замедления роста мировой экономики.

Какие можно сделать выводы из текущей ситуации.

1. Текущее снижение цен на нефть стоит рассматривать как возврат их к более долгосрочно оправданным уровням. Отметим, что в январской версии нашего прогноза цены на нефть в базовом сценарии закладывались ниже 60 за баррель.
2. С учетом инертности объемов добычи и потребления, тренд на снижение может продолжаться в течение нескольких месяцев, хотя интенсивность снижения будет снижаться.
3. Возможны локальные отскоки в нефти, например, сейчас фьючерсная кривая приобрела нормальную форму, что указывает на улучшение ожиданий рынка по ценам на нефть (в октябре она имела отрицательный наклон, указывая на ожидания снижения цен на нефть).
4. ОПЕК+ имеет достаточно возможностей для балансировки рынка, для этого необходимо снижение добычи до уровней 2-3 месячной давности. Для этого может потребоваться время.
5. Основное внимание в обозримом будущем на выходящие данные по объемам добычи. Балансировка добычи и потребления – обязательное условие стабилизации цен.

Отдельно стоит отметить ситуацию с рублем. Текущие цены на нефть, несмотря на 25% снижение находятся на очень комфортных для рубля уровнях, обеспечивая положительный счет текущих операций и позволяя Минфину продолжать накопление резервного фонда. Поэтому пока влияние на рубль в основном психологическое: при падении цен на нефть на 25%, рубль ослаб на 3,5%...

В рубле сейчас основная история – это санкции. По нашим расчетам в отсутствие санкций и сохранении механизма интервенций в рамках бюджетного правила, курс рубля в этом году даже при нефти около USD 60 за баррель должен был бы находиться где-то в районе USDRUB 57-60.

---

## **Альфа Капитал – лидер\* в сфере доверительного управления, строящий долгосрочные отношения с каждым клиентом**

---

Данный обзор подготовлен аналитиками УК «Альфа-Капитал» на основе данных из открытых источников, бирж, данных статистических агентств, монетарных регуляторов, в том числе транслируемых агентствами Bloomberg и Reuters.

\* – Эксперт РА на 31.12.2017.

Общество с ограниченной ответственностью «Управляющая компания «Альфа-Капитал». Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00028 от 22 сентября 1998 года выдана ФСФР России, без ограничения срока действия. Лицензия на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 077-08158-001000, выдана ФСФР России 30 ноября 2004 года, без ограничения срока действия. Информация, содержащаяся в данном Обзоре, предназначена исключительно для определенного и ограниченного круга лиц и не имеет целью рекламу, размещение или публичное предложение любых ценных бумаг, продуктов или услуг. Представленные в Обзоре мнения учитывают ситуацию на дату предоставления информации. УК «Альфа-Капитал» не утверждает, что приведенная в Обзоре информация или мнения верны, или приведены полностью. Указанная информация не является исчерпывающей и подготовлена только в информационных целях, носит исключительно ознакомительный характер и может быть изменена УК «Альфа-Капитал» в любое время без предварительного уведомления. ООО УК «Альфа-Капитал» не рекомендует использовать Обзор в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения и не дает гарантий или заверений в отношении финансовых результатов, полученных на основании использования указанной информации. Подробную информацию о деятельности ООО УК «Альфа-Капитал» Вы можете получить по адресу: 123001, Москва, ул. Садовая-Кудринская, д. 32, стр. 1. Телефоны: 783-4-783, 8 (800) 200-28-28, а также на сайте ООО УК «Альфа-Капитал»: [www.alfacapital.ru](http://www.alfacapital.ru).