

Нефть: разворот? ПОКА НЕ ВЕРИМ!

4 февраля 2015 г. | Управление исследований и аналитики | Flashnote

Евгений Локтюхов / LoktykhovEA@psbank.ru

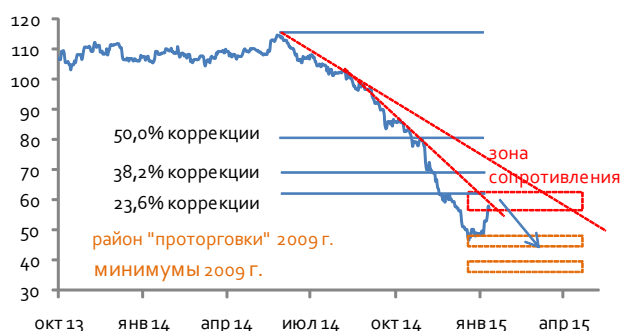
Екатерина Крылова / KrylovaEA@psbank.ru

Отскок цен на нефть за последние несколько дней спровоцировал активные обсуждения в СМИ на тему **разворот это или нет**. В целом, хотя мы и констатируем некоторое улучшение отношения спекулятивного капитала к нефти, но **не считаем, что импульс к росту цен, который мы наблюдаем, может быть самодостаточным** (т.е. длительным и устойчивым без поддержки фундамента). Пока мы склоняемся к сценарию повышательной коррекции, которая имеет ограниченный потенциал.

Технические цели, которые имеют фундаментальную основу, по нашему мнению, расположены в районе **55-65 долл./барр.** – это район предельных издержек производителей сланцевой нефти в США. Но мы отмечаем, что риски ухудшения конъюнктуры рынка нефти достаточно высоки – для устойчивого роста нефтяных котировок нужны подтверждения тренда на выправление баланса спроса и предложения на рынке и поддержка со стороны конъюнктуры глобальных финрынков, что мы ожидаем лишь в середине этого года.

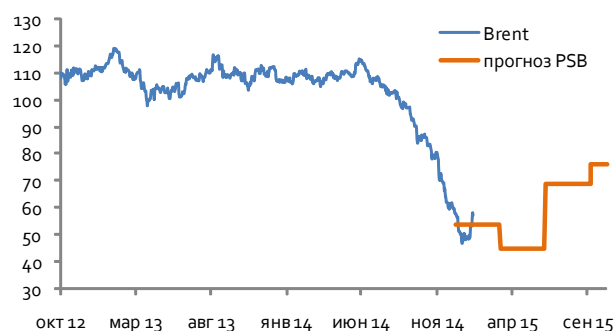
При таких условиях **мы не видим причин для пересматривания наших прогнозов по нефти на текущий год**. Мы предполагаем, что **в среднем цены на нефть составят 61 долл./барр. (по году)**. Прогноз основан на сочетании слабого фундамента (мы ждем сохранения избытка предложения нефти в мире в размере 1-1,5 млн барр./день в 2015 г. и околонулевых темпов роста глобального спроса на нефть) и валютного фактора (мы ждем укрепления доллара на фоне ожидаемого роста базовых ставок в США). Также мы не ждем поддержки со стороны спекулянтов (товарные рынки им не интересны) и геополитики (мы не прогнозируем возобновление «арабской весны» и не ждем серьезного срыва поставок).

Технические цели по динамике Brent



Источник: PSB Research

Прогноз по нефти Brent, долл./барр.



Источник: PSB Research

За последние несколько дней **цены на нефть Brent выросли на 18%** (по закрытиям), прервав затяжную консолидацию в диапазоне 48-50 долл./барр. Причиной стала совокупность целого ряда факторов:

- резкое недельное снижение числа буровых установок в США;
- восстановление спекулятивного интереса ко всем товарным активам;
- ослабление доллара.

Тем не менее, **мы расцениваем данный выплеск как временное явление**, максимально возможный дополнительный отскок по нефти мы видим к уровням 60-65 долл./барр., после чего нефть вернется к прежнему диапазону 48-50 долл./барр. Это связано, прежде всего, с тем, что фундаментальная картина по рынку нефти не поменялась. По-прежнему, на рынке складывается избыток предложения, а темпы роста мирового спроса на нефть останутся близкими к нулевым.

1. Фундаментал.

Так, если оценивать баланс спроса-предложения нефти в мире более пристально, то можно заметить, как с середины 2014 г. устойчивыми темпами (1,5-2% м/м) растет предложение, что естественным образом давит и на цены на нефть.

Избыток нефти в мире давит на цены, это продолжится и в 2015 г.

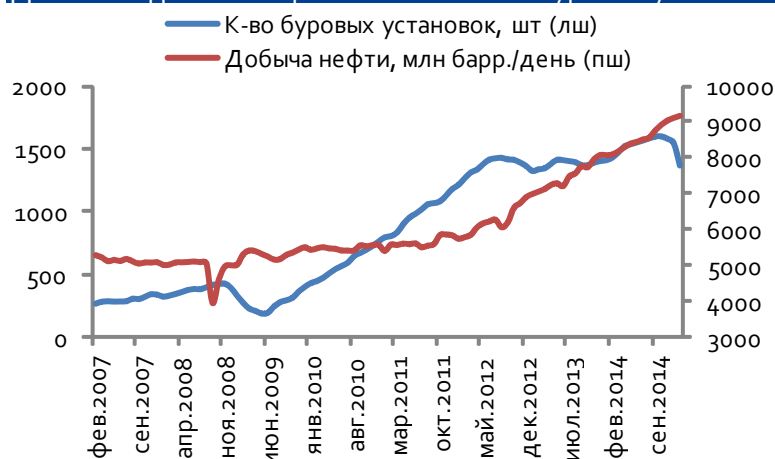


Источник: Bloomberg, PSB Research

Профицит предложения связан прежде всего с активно растущей добычей нефти в Америке, где происходит сланцевая революция (именно по нефти — по газу уже завершилась). Так, в настоящее время в стране добывается уже 9.2 млн барр./день, а темпы роста добычи составляют ок. 14 г/г%. И мы считаем, что добыча нефти в США продолжит расти — по нашим оценкам, до 2017 г. Тем не менее, ввиду более низких ценовых ожиданий как минимум в перспективе 2015-2016 гг., темпы роста добычи в США замедлятся — до 7-10 г/г%, по нашим расчетам.

Тот факт, что в Америке с октября 2014 г. наблюдается достаточно резкое снижение числа буровых установок, на наш взгляд, **НЕ свидетельствует о том, что в стране в моменте спадет добыча нефти**.

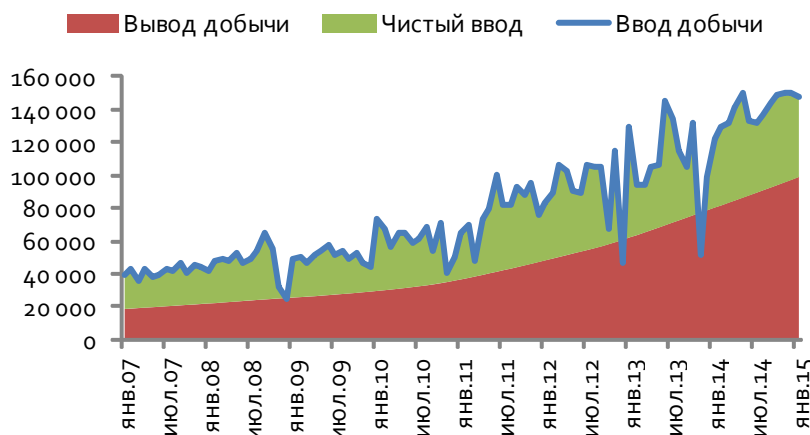
Динамика добычи нефти в США и число буровых установок



Источник: Bloomberg

Во-первых, по данным Минэнерго США, практически **все крупные месторождения сланцевой нефти все еще находятся в стадии роста**. Соответственно, добыча растет даже без наращивания бурения (за счет роста эффективности на одну скважину). На графике видно, что «разрыв» между вводом новой добычи на сланцевых месторождениях в США и выводом старой добычи все еще достаточно большой, соответственно, в ближайшие годы ожидать снижения добычи не придется.

Состояние добычи нефти в США, барр./день



Источник: Минэнерго США, PSB Research

Во-вторых, **даже если продолжится сокращение числа буровых установок, добыча сначала лишь остановится**. Для ее спада необходимо очень существенное (в 1,5-2 раза) снижение числа буровых установок. По оценкам Минэнерго США, количество буровых установок в этом году сократится на 24% (с января по октябрь), а с ноября начнется восстановление. Добыча при этом, по оценкам Минэнерго США, в среднем за 2015 г. составит 9,3 млн барр./день.

В-третьих, необходимо учитывать, что многие нефтяные гиганты уже объявили о сокращении капитальных затрат на 2015 г. Соответственно, после этого можно ожидать, что **падение числа буровых установок замедлится** или вовсе остановится. По крайней мере, до следующих решений о сокращении затрат.

Помимо США **наличию профицита предложения нефти в мире способствуют и страны ОПЕК**, которые в 2014 г. добывали выше своей квоты, и мы считаем, что в 2015 г. ситуация не изменится. Так, уже в январе 2015 г. квоты были превышены практически на 1 млн барр.! **Основной прирост наблюдается со стороны Саудовской Аравии и Ирака.**

Основная причина **нежелания стран ОПЕК сокращать добычу - ценовая война**. Даже текущие низкие цены на нефть позволяют некоторым странам ОПЕК (например, Саудовской Аравии) чувствовать себя вполне комфортно и снижать отпускные цены для клиентов Европы и США. В тех странах ОПЕК, где бюджет балансируется при более высоких ценах на нефть, компенсация сокращающихся денежных потоков происходит за счет наращивания поставок. Тем не менее, **значимого прироста по добыче странами ОПЕК мы не ожидаем**, более вероятным выглядит сценарий сохранения добычи на уровне прошлого года - 30,3 млн барр./день.

Динамика добычи нефти ОПЕК и квота ОПЕК, млн барр./день



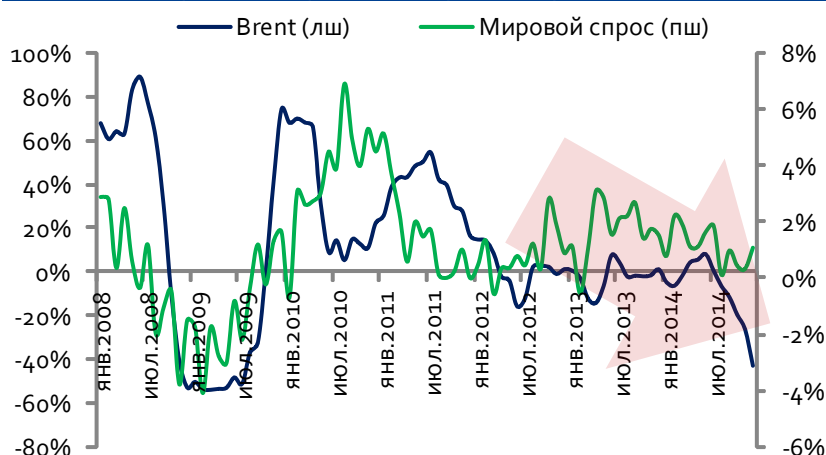
Источник: Bloomberg, PSB Research

Таким образом, мы считаем, что снижения добычи в 2015 г. можно не ожидать как со стороны стран ОПЕК, так и со стороны США. Соответственно, **профицит предложения мы оцениваем в 1-1,5 млн барр./день**.

Что касается **мирового спроса** на нефть, то мы видим **весьма скромные темпы роста (0-1% м/м)**, которые **явно не успевают за растущим предложением** и замедляются вслед за глобальной экономикой. Развитые страны, основные потребители нефти, не спешат наращивать потребление либо из-за развития собственной добычи (США), либо **из-за стагнации своей экономики** (Европа). Китай, на чьем стабильно растущем потреблении нефти ранее были завязаны все прогнозы по нефти, меняет парадигму развития (от инвестиций к внутреннему потреблению), что приводит к замедлению темпов роста его экономики. Соответственно, страна не готова предъявлять тот спрос, который от него ожидала отрасль.

Таким образом, мы считаем, что в 2015 г. ситуация с мировым спросом в корне не улучшится: мы **ждем сохранения близких к нулевым темпов роста глобального спроса на нефть**.

Динамика мирового спроса на нефть и нефти Brent, %, г/г

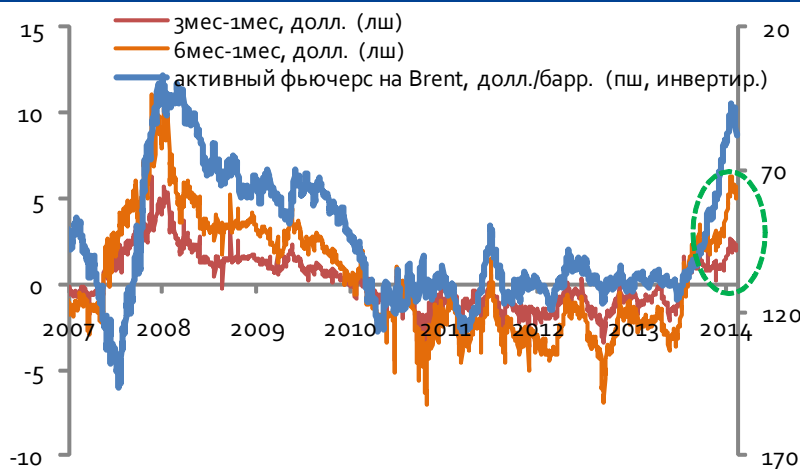


Источник: Bloomberg, PSB Research

2. Конъюнктура.

С точки зрения конъюнктуры мы также не видим причины для значимого апсайда по нефти. Драматическое падение цен на нефть осенью прошлого года, при неизменности экономики отрасли, привело к тому, что **рынок деривативов на нефть уверенно перешел в состояние «контанго»**. Причем премия за дальние контракты (выше 2 долл. с барреля на 3 мес., выше 4 долл. – на 6 мес.) заметно превысила стоимость хранения нефти (по нашим расчетам, около 5% в год), **стимулируя участников рынка играть на календарных спредах**.

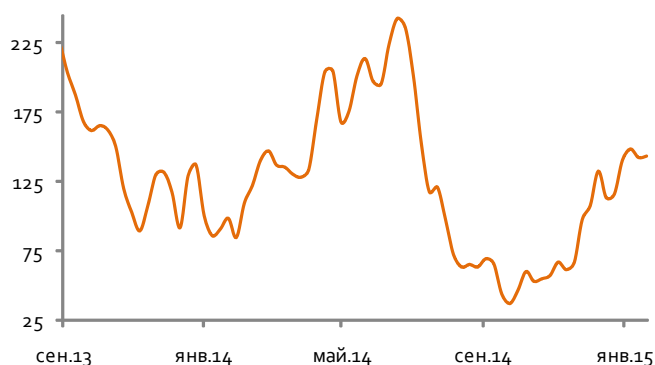
Календарные спреды по фьючерсам на Brent



Источник: Reuters, PSB Research

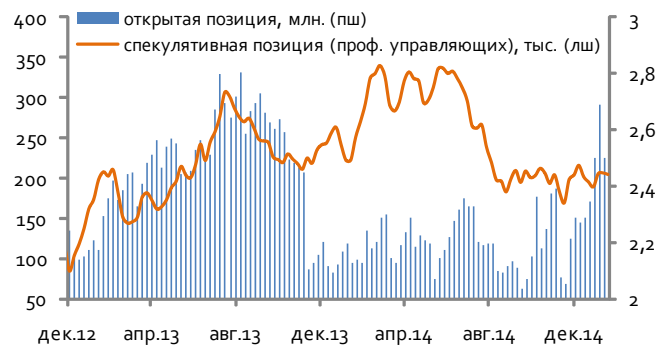
Отметим, что в ожидании выправления ситуации на рынке нефти за счет менее эффективных производств, в первую очередь, в Америке, **профессиональные участники начали наращивать свои позиции**. Но, что примечательно, в первую очередь, по Brent!

Чистая спекулятивная позиция по Brent на ICE, тыс. контр.



Источник: Reuters, PSB Research

Ключевые показатели рынка деривативов по нефти, США, контр.



Источник: Reuters, PSB Research

А вот в США ставить на бурный рост цен пока участники рынка не готовы, - как показывают данные CFTC, спекулятивный капитал не наращивает длинные позиции, несмотря на рост открытого интереса по фьючерсам и опционам на нефть в США. На наш взгляд, это связано со спецификой американского рынка (неравномерное распределение запасов и недостаточная доступность местной нефти ряду регионов) и текущей ценовой конъюнктурой, неблагоприятной для ряда производителей нетрадиционной нефти, являвшихся основным драйвером роста предложения в Америке.

Мы также обратим внимание на динамику импорта нефти в США – **объемы импорта не падают с весны прошлого года, даже напротив, демонстрируют некоторое восстановление.** И это притом, что запасы нефти в США растут, а объемы потребления (в терминах поставок на НПЗ), мягко говоря, - не растут.

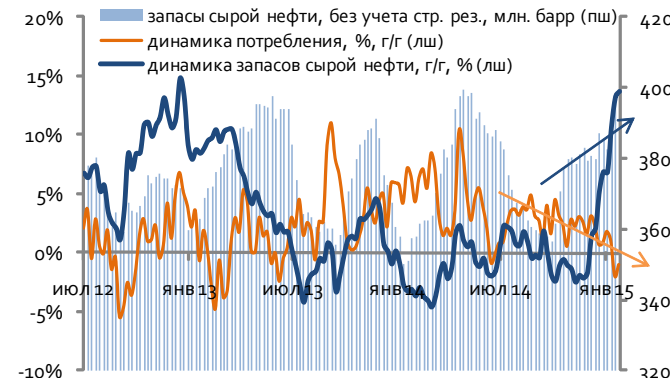
На этом фоне интересно смотрится сужение спреда между Brent и WTI (Западно-Техасская нефть, эталонная марка в США), - Brent подешевел более резво, снижая конкурентоспособность американской промышленности. И, заметим, что спотовая цена на эти марки «сошлась» в этом году!

Импорт нефти в США и спреды между WTI и Brent



Источник: Reuters, PSB Research

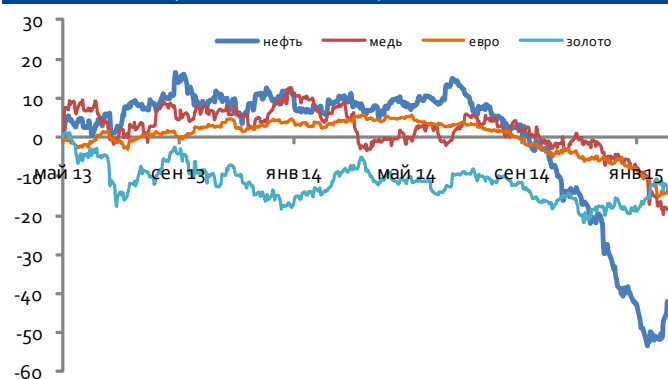
Динамика запасов и потребления нефти в США



Источник: Reuters, PSB Research

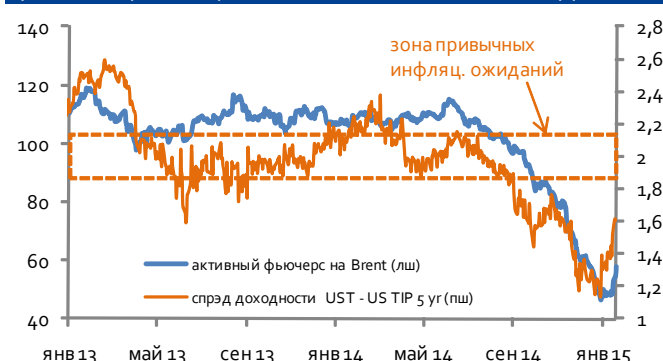
Важным для оценки дальнейших перспектив цен на нефть остается и **общая конъюнктура финансовых рынков, а именно валютный фактор и риски роста долларовых ставок.** Оба этих, пока негативных, фактора еще сохраняют свою актуальность. Так, пара EURUSD находится под давлением разницы в экономических и кредитных циклах США и еврозоны (напомним, что ЕЦБ запустил масштабную программу выкупа активов, которая должна, по планам регулятора, увеличить баланс ЕЦБ на 1 трлн евро и запустить кредитование в регионе) – **среднесрочные перспективы европейской валюты мы оцениваем пессимистично.** Угроза повышения ставки в США, возникшая в мае 2013 года, хотя и несколько ослабла, ввиду пониженного инфляционного фона в США и неравномерного глобального экономического роста, полностью не снята. А инфляционные ожидания в США, если смотреть спред UST и US TIP (казначейские облигации США с «защитой» от инфляции), остаются низкими. В таких **условиях сырье, как класс активов, не очень интересно (выгоднее вкладываться в рынки облигаций) и остро нуждаются в улучшении фундамента.**

Изменение котировок ключевых сырьевых активов к 1 мая 2013 г.



Источник: Reuters, PSB Research

Цены на нефть и инфляционные ожидания по доллару



Источник: Reuters, PSB Research

Вместе с тем уже очевидно, что **технически нефть (да и медь) перепродана, войдя в зону своих предельных издержек** – дальнейшее снижение цен требует ребалансировки в отрасли. И она, по признакам, начинается. Кроме того, крайняя низкая степень инфляционных ожиданий, достигнутая в январе, очевидно, также требует некоторой нормализации – мы видим и здесь определенный позитив.

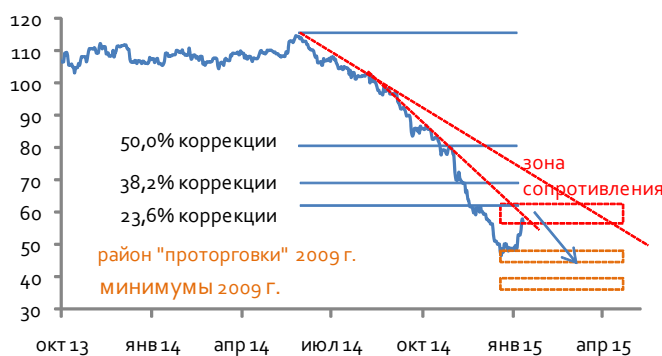
Поэтому неудивительно, что в текущих условиях находятся оптимисты (и игроки с «длинным» горизонтом инвестирования, готовые «пересидеть» возможную новую просадку), пытающиеся играть на «истощение» тренда. А игроки, играющие от «шорта», вынуждены защищать свою прибыль. **Все эти факторы в совокупности ведут к сохранению повышенной волатильности и резким фазам роста в ближайшее время**, причем как в нефти, так и, например, в евро и меди.

В целом, хотя мы и констатируем некоторое улучшение отношения спекулятивного капитала к нефти, но **не считаем, что импульс к росту цен, который мы наблюдаем, может быть самодостаточным** (т.е. длительным и устойчивым без поддержки фундаментала). Пока мы склоняемся к сценарию повышательной коррекции, которая имеет ограниченный потенциал.

Технические цели, которые имеют фундаментальную основу, по нашему мнению, расположены в районе 55-65 долл./барр. – это район предельных издержек производителей сланцевой нефти в США. Но мы отмечаем, что **риски ухудшения конъюнктуры рынка нефти** достаточно высоки – для устойчивого роста нефтяных котировок нужны подтверждения тренда на выправление баланса спроса и предложения на рынке и поддержка со стороны конъюнктуры глобальных финрынков, что мы ожидаем лишь в середине этого года. Мы в базовом сценарии ждем новой фазы снижения цен на Brent в конце 1-го – 2-ом квартале т.г.

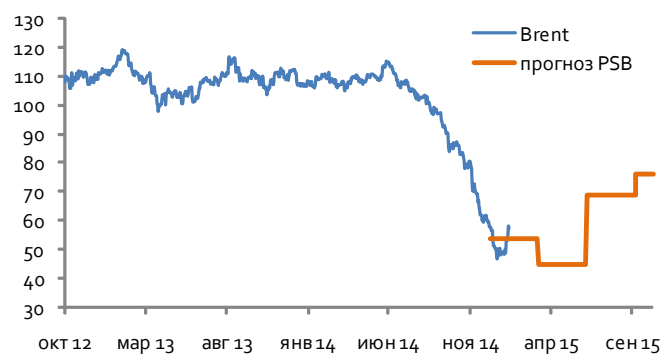
Мы пока не видим оснований корректировать свой прогноз по средней цене нефти Brent как на текущий квартал (54 долл./барр.), так и в целом по этому году (61 долл./барр.).

Технические цели по динамике Brent



Источник: PSB Research

Прогноз по нефти Brent, долл./барр.



Источник: PSB Research

ОАО «Промсвязьбанк» PSB Research

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22
e-mail: RD@psbank.ru
Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>
<http://www.psbinvest.ru>

PSB RESEARCH

Николай Кашеев Директор по исследованиям и аналитике	KNI@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39
--	---------------	-----------------------------------

ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов	LoktyukhovEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61
Илья Фролов	FrolovIG@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06
Екатерина Крылова	KrylovaEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31
Игорь Нуждин	NuzhdinIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

ГРУППА АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Игорь Голубев	GolubevIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-29
Дмитрий Монастыршин	Monastyrshin@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10
Дмитрий Грицкевич	Gritskevich@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14
Алексей Егоров	EgorovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48
Александр Полюттов	PolyutovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54
Алина Арбекова	ArbekovaAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-17

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

Пётр Федосенко	FedosenkoPN@psbank.ru	+7 (495) 228-33-86
Ольга Целинина	TselininaOI@psbank.ru	+7 (495) 228-33-12

ТОРГОВЛЯ ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ И ВАЛЮТОЙ

Юлия Рыбакова	Rybakova@psbank.ru	+7 (495) 705-90-68
Евгений Жариков	Zharikov@psbank.ru	+7 (495) 705-90-96
Николай Фролов	FrolovN@psbank.ru	+7 (495) 228-39-23
Борис Холжигитов	KholzhigitovBS@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Андрей Скабелин	Skabelin@psbank.ru	+7 (495) 411-51-34
Иван Заволоснов	ZavolosnovIV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54
Александр Сурпин	SurpinAM@psbank.ru	+7 (495) 228-39-24
Виктория Давитиашвили	DavitashviliVM@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

Алексей Кулаков	KulakovAD@psbank.ru	+7 (495) 411-51-33
Михаил Маркин	MarkinMA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

ОПЕРАЦИИ С ВЕКСЕЛЯМИ

Сергей Миленин	Milenin@psbank.ru	+7 (495) 228-39-21
Александр Бараночников	Baranoch@psbank.ru	+7 (495) 228-39-21

ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Павел Науменко	NaumenkoPA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17
Сергей Устиков	UstikovSV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17
Александр Орехов	OrehovAA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19
Игорь Федосенко	FedosenkoIY@psbank.ru	+7 (495) 705-97-69
Виталий Туруло	TuruloVM@psbank.ru	+7 (495) 411-51-39

ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако, ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски.

ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.