

РУБЛЕВАЯ ЦЕНА НА НЕФТЬ: ОСТАНОВИТСЯ ЛИ «ФОРМУЛА-3000»?

- ▶ На прошлой неделе (11 ноября 2015 г.) рублевая цена на нефть в пятый раз за текущий год приблизилась к «психологической» отметке 3 000 руб./барр. и вместо отскока до уровней 3 400 руб. и выше, пошла вниз, что поставило под сомнение существовавшее почти весь год на валютном рынке «правило рублевой цены на нефть» («Формула-3000»).
- ▶ Наш технический анализ (см. Приложение) указывает на высокую вероятность достижения рублевой ценой нефти диапазона 2 300-2 600 руб./барр. на горизонте 6-8 месяцев. С фундаментальной точки зрения нет причин, чтобы котировки нефти непременно вернулись к отметке 3 400 руб. и выше за счет ослабления рубля, свободная динамика которого определяется балансом спроса и предложения на валютном рынке, в последние месяцы даже без участия ЦБ РФ. К настоящему времени пик платежей по внешнему долгу пройден, а с наступлением зимы ожидается дополнительный сезонный приток валюты, даже несмотря на сохраняющиеся низкими цены на нефть.

Алексей Демкин, СФА

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Гульнара Хайдаршина, к.э.н.

+7 (495) 983 17 25

Gulnara.Khaidarshina@gazprombank.ru

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru

Артем Бекетов

+7 (495) 287 61 00 (доб. 5 40 74)

Artem.Beketov@gazprombank.ru

Владимир Кравчук

+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 79)

Vladimir.Kravchuk@gazprombank.ru

1. «Формула-3000» и рыночная психология

За время существования валютного коридора у участников российского валютного рынка сложилась стойкая «психологическая зависимость» от существования некоторого простого правила (или ориентира). После перехода к свободному плаванию рубля с 10 ноября 2014 года и «ухода» регулятора с валютного рынка среди некоторых участников популярным стало интуитивно понятное «правило», полученное на основе данных бюджета: средних значений нефти марки Urals ~50 долл./барр. и валютного курса ~61 руб. за доллар или 3 050 руб./барр. (для Brent цена чуть выше – около 3 100 руб./барр.), заложенных в бюджете на 2015 год. Именно в 2015 году отмечается начало колебаний рублевой цены на нефть марки Brent в коридоре 3 000-3 400 руб./барр., не считая краткосрочных выходов из данного диапазона в начале года, июне и августе (Диаграмма 1). Если нижняя граница коридора близка к «рублевой цене бюджета», то для верхней границы однозначных объяснений нет.

2. Рыночное «правило» рублевой цены на нефть: аргументы и контраргументы

Аргумент 1: высокая корреляция курса рубля и цены на нефть

Контраргументы:

- ▶ плавающий валютный курс, который определяется рынком;
- ▶ высокий объем долларовой ликвидности в российской экономике.

Исторически взаимозависимость цен на нефть и курса рубля была достаточно высокой и сейчас сохраняется на уровне 95% (Диаграммы 2, 3).

В условиях свободного плавания курс рубля определяется рыночным спросом и предложением на валюту, равновесный уровень которых зависит от следующих факторов:

- ▶ **Платежный баланс.** Несмотря на спад в экономике, платежный баланс остается положительным с высоким сальдо (50 млрд долл. за 9М15 по оценкам Банка России, наш прогноз на конец года – 58 млрд долл.). Позитивным фактором является замедление оттока капитала из российской экономики (Диаграмма 4). По итогам 2015 года мы прогнозируем умеренный отток на уровне 75 млрд долл. на фоне сохранения высокого сальдо счета текущих операций. Локальный пик по внешнему корпоративному долгу

пройден, выплаты в декабре 2015 года и 1К16 являются умеренными (по оценкам Банка России, 5,4 млрд долл. и 12,7 млрд долл. соответственно), потребность российских компаний в иностранной валюте на фоне сохранения высокого сальдо платежного баланса – невысокая. При этом российские компании начали привлекать средства из-за рубежа (в частности, ОАО «НК «Роснефть», которая в 3К15 получила китайский аванс в объеме 1 трлн руб.).

- ▶ **Запас валютной ликвидности в банковской системе.** В настоящее время в российской банковской системе сформировался избыток валютной ликвидности, и с целью ее размещения российские кредитные организации активно приобретают евробонды. Объем валютных депозитов на балансе российских банков на 01.11.15 является стабильно высоким – 282,7 млрд долл., что на 1,7% превышает уровень начала года. В условиях положительного счета текущих операций мы не ожидаем усиления потребности банков в валютных заимствованиях у Банка России, несмотря на невысокие цены на нефть. Запас прочности валютной ликвидности в банковской системе сохранится и в случае снижения цены на нефть в ближайшие 6 месяцев (по нашим оценкам, до 35-40 долл./барр.).

При этом Банк России не осуществлял интервенции с июля 2015 г., операции покупки иностранной валюты с целью пополнения международных резервов были приостановлены с августа 2015 года в связи с ростом волатильности рубля. В настоящее время резервы стабилизировались на уровне 360-370 млрд долл. (Диаграмма 5), необходимость в их экстренном пополнении отсутствует, что является важным стабилизирующим фактором.

Аргумент 2: высокая зависимость доходов федерального бюджета от цен на нефть. Для обеспечения запланированного уровня доходов бюджета (выраженных в рублях!) необходимо поддержание некоторого «целевого» уровня рублевой цены на нефть.

Контраргументы:

- ▶ снижение зависимости доходов бюджета от нефтегазовых доходов за счет увеличения налоговых поступлений от предприятий других отраслей;
- ▶ «сильные» данные об исполнении бюджета за 10 месяцев;
- ▶ сохраняется возможность исполнения бюджета в соответствии с заложенными параметрами при рублевой цене на нефть ниже 3 000 руб./барр. до конца года, при этом ожидаются дополнительные доходы бюджета сверх запланированных на уровне 1,0-1,2 трлн руб.

В настоящее время зависимость бюджета от нефтегазовых доходов снижается и, по данным исполнения бюджета за январь-сентябрь 2015 года, составила 44,5% против 51,3% в 2014 г. и 50,2% в 2012-2013 гг.

По нашим оценкам, основными факторами снижения зависимости доходов бюджета от нефтегазовой составляющей в 2015 году являются: увеличение налоговых поступлений от экспортеров в связи с девальвацией рубля, а также рост объема налогов на прибыль и с оборота в связи с увеличением доли рынка российских производителей. Мы ожидаем, что до конца года позитивное влияние девальвации рубля на доходы бюджета сохранится.

В соответствии с предварительными данными за январь-октябрь 2015 года, опубликованными 13 ноября, бюджет по доходам был исполнен на уровне 90,4%. Бюджет за 10М15 по расходам выполнен на 79,1%, что положительно характеризует политику Министерства финансов в части расходования бюджетных средств. Несмотря на непростой год и рецессию в российской экономике, бюджетная политика сохраняет консервативный характер.

Учитывая высокие объемы исполнения бюджета по доходам в январе-октябре, а также принимая во внимание сезонные факторы, по итогам 2015 года, по нашим расчетам, ожидается превышение запланированного уровня доходов на 1,0-1,2 трлн руб. Если исходить из консервативного подхода, который предполагает полное исполнение бюджета по расходам (тем не менее мы ожидаем, что объем расходов будет ниже первоначально запланированного), Резервный фонд может быть израсходован в меньшем объеме. Таким образом, необходимость «поддержания» порогового значения рублевой цены на нефть в 3 000 руб./барр. с целью исполнения бюджета отсутствует.

Мы ожидаем, что в 2016 году данный подход к формированию и исполнению бюджета сохранится, и Резервный фонд будет израсходован в меньшем объеме.

Весьма интересно, что рублевая цена на нефть впервые с 2011 года преодолела психологическую отметку 3 000 руб./барр. именно в первые дни после выхода данных об успешном исполнении федерального бюджета за 10 месяцев по доходам. Тем не менее мы полагаем, что «формула-3000» неприменима к доходам бюджета (с точки зрения фундаментальных основ их формирования) и является одним из спекулятивных рыночных ориентиров. Кроме того, на предмет психологической отметки 3 000 руб./барр. рынок отслеживает цены на нефть марки Brent, в то время как бюджет верстается на базе цены на нефть марки Urals.

Таблица 1. Прогноз исполнения бюджета в 2015 году

ДЕФИЦИТ БЮДЖЕТА ПО ИТОГАМ 2015 ГОДА	СЦЕНАРИЙ 1		СЦЕНАРИЙ 2	
	СРЕДНЯЯ РУБЛЕВАЯ ЦЕНА НА НЕФТЬ* В НОЯБРЕ-ДЕКАБРЕ 3316,2 РУБ./БАРР.**		СРЕДНЯЯ РУБЛЕВАЯ ЦЕНА НА НЕФТЬ* В НОЯБРЕ-ДЕКАБРЕ 2900 РУБ./БАРР.	
	ТРЛН РУБ.	%ВВП	ТРЛН РУБ.	%ВВП
Оценка дефицита бюджета	-1,485	-2,0%	-1,641	-2,2%
Запланированный дефицит бюджета	-2,675	-3,7%	-2,675	-3,7%
Уточненный запланированный дефицит бюджета (в стадии утверждения)	-2,165	-2,9%	-2,165	-2,9%
Экономия средств Резервного фонда	1,191	1,6%	1,034	1,4%

* Цена на нефть марки Brent

** Средний уровень за январь-октябрь 2015 года

Источник: Минфин, Bloomberg, Газпромбанк

3. «Формула-3000» и торговые стратегии

Текущее падение рублевой цены на нефть ниже 2 900 руб./барр. происходит на фоне падения долларовой цены и одновременного укрепления рубля. Мы считаем, что фундаментальные причины, объясняющие «устойчивость» какого-либо уровня рублевой цены (в частности, цены в 3 000 руб.), отсутствуют. Дальнейшее улучшение отношения к российским активам может вновь пересилить слабую динамику нефти. В таком случае рублевая цена «черного золота» снизится более существенно, что может окончательно «разрушить» веру рынка в этот ориентир. В таком случае потенциальный эффект для курса рубля может быть положительным («закрытие» коротких позиций, открытых на ожиданиях «отскока» рублевой цены).

Что может снова сделать «формулу-3000» ориентиром для валютного рынка?

- ▶ Во-первых, действия Банка России: возобновление покупки валюты для пополнения резервов или резкое снижение ключевой ставки в декабре (т.е. более 50 б.п.), которое может оказать дополнительное давление на рубль. Вероятность обоих событий мы оцениваем как низкую.
- ▶ Во-вторых, это «непредвиденные» оттоки из бюджета в конце 2015 года, которые могут привести к снижению накопленного запаса прочности по исполнению доходной части.

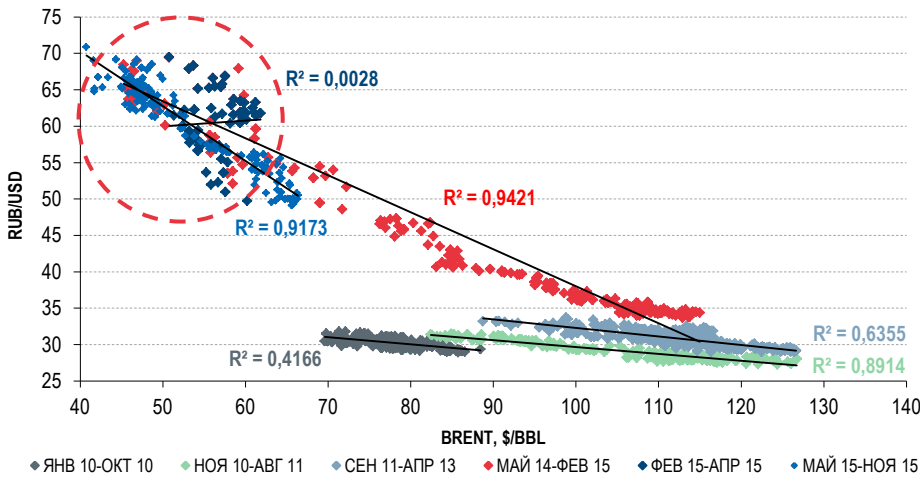


Диаграмма 1. Динамика рублевой цены на нефть марки Brent



Источник: Bloomberg, Газпромбанк

Диаграмма 2. Корреляция курса рубля и цен на нефть марки Brent



Источник: Bloomberg, Газпромбанк

Диаграмма 3. Скользящая корреляция курса рубля и цен на нефть

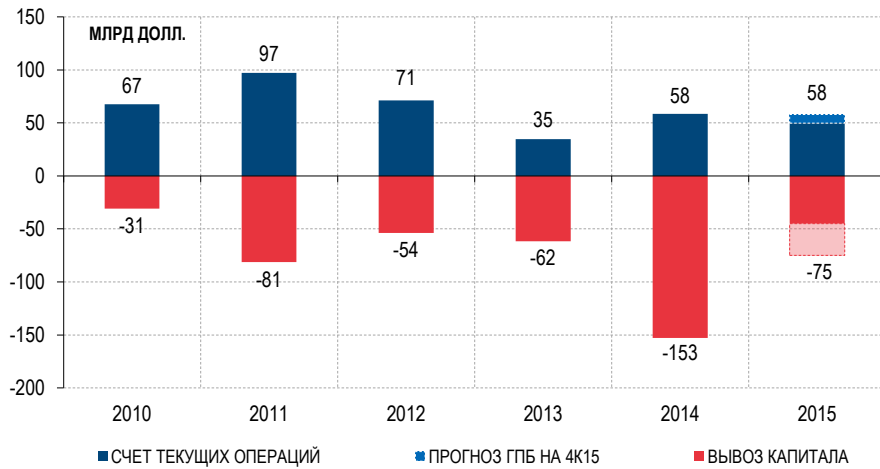


— СКОЛЬЗЯЩАЯ КОРРЕЛЯЦИЯ (180 ДНЕЙ) МЕЖДУ КУРСОМ РУБЛЯ И BRENT

Источник: Bloomberg, Газпромбанк

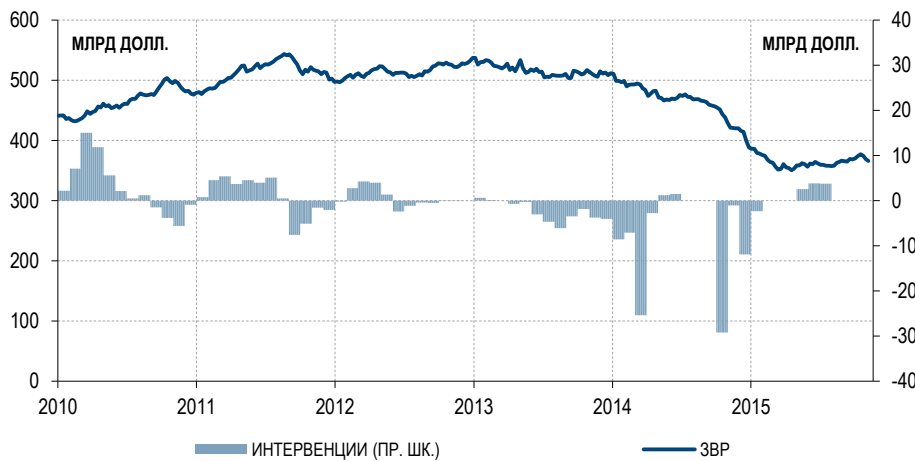


Диаграмма 4. Платежный баланс и приток/отток капитала в российской экономике



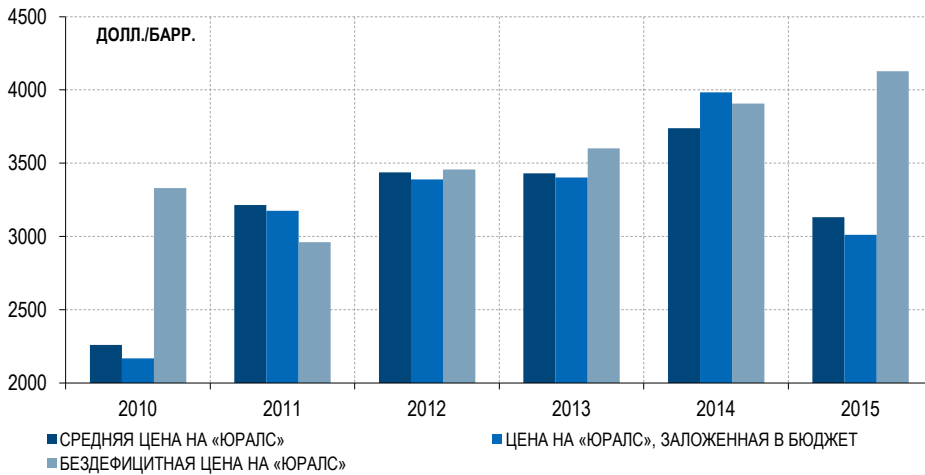
Источник: Банк России, Газпромбанк

Диаграмма 5. Международные резервы и интервенции Банка России



Источник: Банк России, Газпромбанк

Диаграмма 6. Параметры цен на нефть марки Urals для федерального бюджета



Источник: Министерство финансов, Газпромбанк

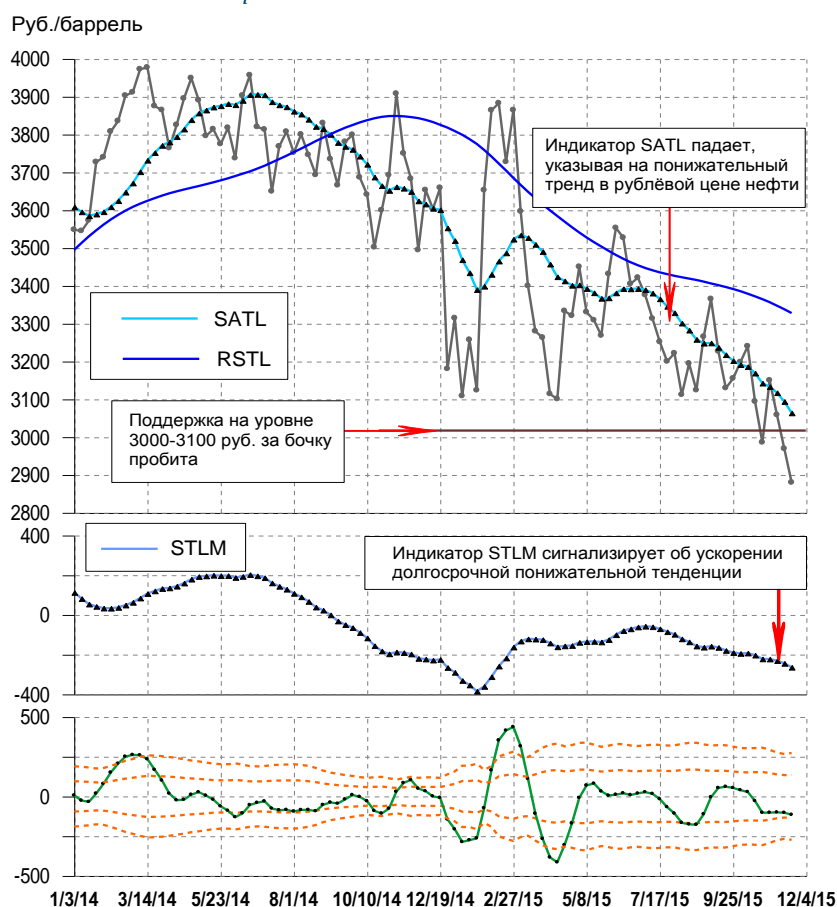
ПРИЛОЖЕНИЕ: ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ РУБЛЁВОЙ ЦЕНЫ НЕФТИ СОРТА BRENT

Проведённый нами специальный цифровой анализ позволяет сделать следующий вывод: к июлю 2016 г. цена нефти сорта Brent, выраженная в рублях, может опуститься в ценовой диапазон 2 300–2 600 руб. за баррель. В настоящий момент рублёвая цена нефти тестирует уровень поддержки 2 900 руб. за баррель.

Кроме того, проведённый анализ не даёт оснований говорить о том, что на отметке 3 000 руб. за баррель в настоящее время находится какой-либо уровень поддержки или сопротивления.

- ▶ В рублёвой цене нефти сорта Brent выявлена долгосрочная тенденция к понижению, на что указывает линия тренда SATL (подробнее об индикаторах см. в нашем регулярном продукте «Модельный технический портфель») в верхней части Диаграммы.
- ▶ Более того, понижательный тренд ускоряется, о чем свидетельствует падающий опережающий индикатор STLM в средней части Диаграммы. Индикатор STLM – это первая производная временного ряда SATL, вычисленная цифровыми методами, который показывает скорость тренда.
- ▶ Циклический индикатор в нижней части Диаграммы выглядит нейтрально, указывая на трендовый характер движения рублёвой цены нефти.

Диаграмма. Рублёвая цена нефти Brent, недельные данные: технические индикаторы по состоянию на 18 ноября 2015 г.



По временной оси одно деление составляет 10 недель

Источник: CQG, оценки Газпромбанка

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

+7 (495) 983 18 00**ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА**

+7 (495) 988 23 75

ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

+7 (495) 983 18 80

ТОРГОВЛЯ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ

+7 (495) 988 24 10

ТОРГОВЛЯ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

+7 (499) 271 91 04

Copyright © 2003 – 2015. «Газпромбанк» (Акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Акционерного общества) (далее — ГПБ (АО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако ГПБ (АО) не осуществляет проверку представленных в этих источниках данных и не несет ответственности за их точность и полноту. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно финансовых инструментов, эмитентов, описываемых событий и анализируемых ситуаций. Мнение ГПБ (АО) может отличаться от мнения аналитиков. Отчет соответствует дате его публикации и может изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (АО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Аналитические материалы по эмитентам, финансовым рынкам и финансовым инструментам, содержащиеся в отчете, не претендуют на полноту. Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, представляется исключительно в информационных целях и не является советом, рекомендацией, предложением купить или продать ценные бумаги или иные финансовые инструменты, офертой или рекламой, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет может содержать информацию о финансовых инструментах, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка. Отчет не может служить основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым. Ни аналитики, ни ГПБ (АО) не несут ответственность за действия, совершенные на основе изложенной в этом отчете информации. ГПБ (АО) и/или его сотрудники могут иметь открытые позиции, осуществлять операции с ценными бумагами или финансовыми инструментами, выступать маркет-мейкером, агентом организатором, андеррайтером, консультантом или кредитором эмитента ценных бумаг или финансовых инструментов, упомянутых в настоящем отчете.
