

FLASH NOTE

Сделка ОПЕК+ ликвидирована – что дальше?

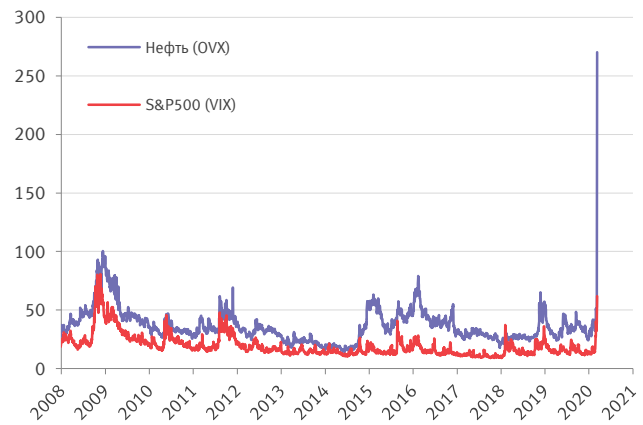
В пятницу вечером на встрече стран пакта ОПЕК+ было объявлено о невозможности достижения консенсуса по новым сокращениям добычи, а также о завершении сделки ОПЕК+ с 1 апреля 2020 года. В понедельник 9 марта 2020 года цены на нефть марки Brent обвалились на 25%, курс рубля к доллару США взлетел к уровню 75, американский фондовый рынок терял более 7% в день, из-за чего впервые за долгое время производилась приостановка торгов. Индекс опционной волатильности S&P500 VIX («индекс страха») взмывал вверх к кризисным уровням 2008-2009 годов. А волатильность на рынке нефти превысила показатели, ранее зафиксированные на обвале цен после войны в Персидском заливе в 1991 году. Ниже мы попытались раскрыть причины такого падения цен «черного золота» и их возможные последствия.

Квартальные изменения цены нефти марки Brent



Источники: Reuters, расчеты «Открытие Брокер»

9 марта вмененная волатильность цен нефти показала аномальные значения



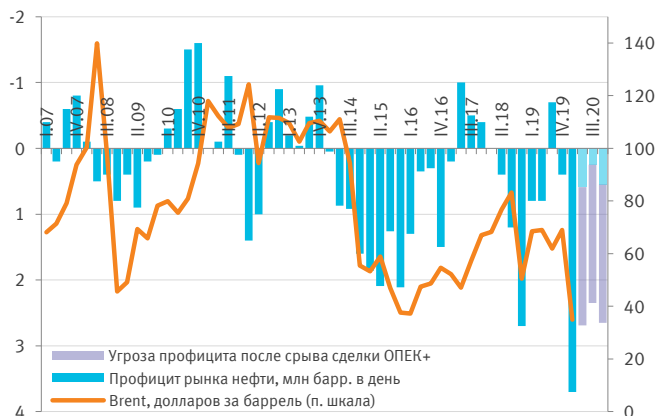
Источники: Reuters, расчеты «Открытие Брокер»

Начали за коронавирус, закончили за ОПЕК

Международное энергетическое агентство (МЭА) еще полгода назад прогнозировало локальный профицит на рынке нефти в I полугодии 2020 года. Из-за этого мы настороженно относились к рынку «черного золота» и предупреждали о возможном уходе цен ближних фьючерсов на Brent ниже 50 долларов за баррель. Попытка надолго зафиксировать цены в сентябре выше 70 долларов за баррель на спекуляциях вокруг атаки на нефтяную инфраструктуру Саудовской Аравии провалилась. Точно также уже в декабре провалилась и вторая попытка, связанная со спекуляциями о возможных военных действиях в отношении Ирана. И в тот, и в другой раз ближние фьючерсы поднимались вверх к \$70, но долгосрочные контракты с поставкой 4 года и дальше стабильно оставались ниже \$60 за баррель.

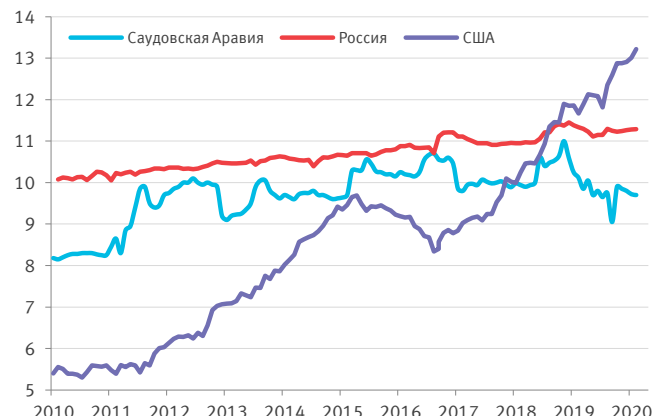
В начале 2020 года очередная «бычья» спекуляция провалилась и цены пошли вниз к \$50 за баррель. Кроме того, с середины января на рынок начала выходить информация о стремительном распространении нового коронавируса COVID-19 в Китае. По данным МЭА, на долю Поднебесной приходится около 80% нового мирового спроса на нефть. Жесткие и зачастую чрезмерные карантинные меры привели к сбоям в производстве, потреблении, торговле, что вылилось в падение китайского спроса на нефть, особенно сильное в феврале.

Профицит по базовому прогнозу МЭА и с учетом срыва сделки ОПЕК+



Источники: IEA, Reuters, расчеты Открытие Брокер

Среднемесячная добыча крупнейшими производителями, млн баррелей в день



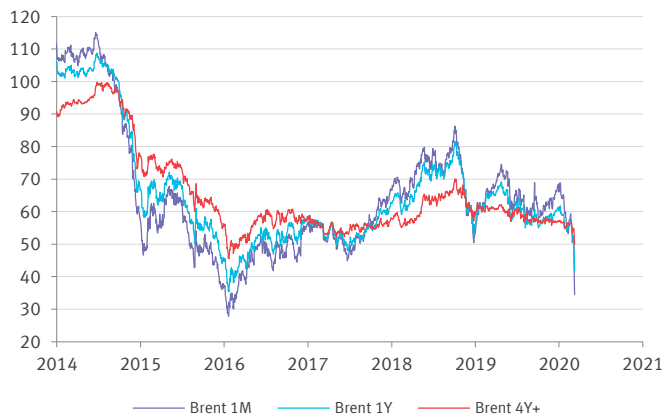
Источники: Reuters, расчеты «Открытие Брокер»

Страны пакта ОПЕК+, опасаясь негативного развития ситуации на рынке нефти, еще в прошлом году запланировали внеочередную встречу в марте этого года. Саудовская Аравия в частном порядке сократила предложение нефти на 400 тыс. баррелей в сутки с января 2020 года. При этом по мере приближения к встрече приходило всё больше новостей о возможных противоречиях в позициях. Еще в начале февраля технический комитет рекомендовал провести дополнительное сокращение на 0,6 млн баррелей в сутки. Но к концу месяца расползание вируса по миру вызвало панические продажи финансовых активов, стоимость сортов Brent и WTI опустилась еще на 13%. Члены ОПЕК в ходе заседания 5 марта рекомендовали дополнительное сокращение добычи на 1,5 млн баррелей в сутки (общее сокращение до 3,6 млн баррелей в сутки) вместо 0,6 млн с продлением пакта до конца 2020 года.

Рекомендации технического комитета и членов-ОПЕК не были согласованы с участниками ОПЕК+, не входящими в ОПЕК. Как результат, Россия отказалась от новых сокращений добычи, и её непримиримая позиция привела к тому, что на встрече членов пакта ОПЕК+ 6 марта было объявлено как об отсутствии новых договоренностей по ограничениям добычи, так и о фактическом аннулировании с 1 апреля прежних ограничений добычи по сделке ОПЕК+.

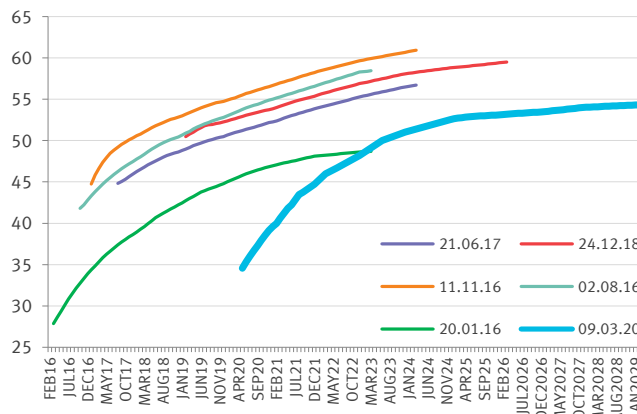
Хотя рынок нефти еще в четверг вечером начал закладывать новые риски, развал пакта ОПЕК+ стал для многих неожиданностью. Кроме того, Саудовская Аравия пригрозила увеличить добычу уже в апреле сначала до 10,0 млн, а позже – до 12,3 млн баррелей в сутки и снизила на 8 долларов цены продажи нефти.

Цены на нефть марки Brent с различными сроками поставки



Источники: Reuters, расчеты «Открытие Брокер»

Форвардная кривая по нефти Brent вновь вышла в сильное контанго



Источники: Reuters, расчеты «Открытие Брокер»

Оценка перспектив нефтяного рынка

Рассматривая ситуацию с коронавирусом, нужно отметить, что во многом заболевание изначально было использовано как триггер для рынков, в реальности же коррекция рискованных активов и локальный уход в «безриск» начались сразу после декабрьской экспирации фьючерса на индекс S&P500. Показатели распространения и летальности нового коронавируса COVID-19 в целом мало отличаются от «обычного» гриппа, хотя коронавирус, безусловно, менее изучен, потенциально более опасен и может вызывать больше вопросов. Тем не менее, принятые против распространения COVID-19 меры в Китае и по всему миру можно назвать почти беспрецедентными. Именно эти меры в первую очередь и наносят удар по глобальным экономикам и рынкам. В настоящее время в мире зарегистрировано около 110 тыс. случаев COVID-19, более 62 тыс. человек уже выздоровели, смерть от осложнений достигла 3,8 тыс. человек, в подавляющем большинстве старше 65 лет. Но при этом индекс S&P500 уже упал в моменте на 20% от максимумов, и традиционно в этом случае вновь активизируются разговоры о начале «медвежьего» рынка. Между тем, «испанка» после 1-й Мировой войны унесла, по разным оценкам, от 50 до 100 млн жизней, но на пике пандемии в сентябре-октябре 1918 года индекс Dow Jones Industrials Average терял лишь около 10%. В этом плане мы надеемся на стабилизацию ситуации с COVID-19 и более адекватную реакцию на него, что может восстановить доверие в экономиках и улучшить ситуацию со спросом на «черное золото».

Что касается развала сделки ОПЕК+, то сейчас мы можем оценивать её скорее больше как согласованную. Хотя некоторые эксперты утверждают, что Саудовская Аравия объявила нефтяную войну России, в реальности же сейчас больше знаков того, что Россия и ОПЕК объявили войну американским сланцевым компаниям. Данные по добыче за первые два месяца 2020 года показали, что Саудовская Аравия снизила производство на 1,1% г/г. В России производство нефти выросло лишь на 0,4% г/г. Среднемесячная добыча стран ОПЕК за 2 месяца 2020 года сократилась на 0,9% г/г. При этом добыча в США в январе-феврале выросла на 6,9% г/г!

Как результат, Россия поставила ребром вопрос о том, что сокращения добычи в рамках пакта ОПЕК+ лишь высвобождают долю рынка для американских сланцевых компаний и производителей из стран вне пакта. Кроме того, стоит отметить, что и Россия, и Саудовская Аравия накопили некоторый запас прочности в виде наполнения резервных фондов. А саудиты даже смогли успешно провести в конце прошлого года IPO крупнейшей в мире нефтедобывающей компании Saudi Aramco. При этом Россия и Саудовская Аравия продолжают заявлять о координации своих действий в рамках пакта ОПЕК+.

Инвесторы, вероятно, правильно истолковали послы ОПЕК+. Во всяком случае, 9 марта акции американских нефтяных гигантов – Exxon Mobil и Chevron – падали лишь на 15%, в то время как ценные бумаги американских сланцевых нефтедобытчиков потеряли 30-50% стоимости за день. Уже в прошлом году подавляющее большинство американских сланцевых нефтедобытчиков показывали стабильно отрицательную разницу между операционным и инвестиционным денежными потоками. В то же время у нас есть большие сомнения, что нефтяная война Саудовской Аравии и России против американских сланцевых компаний будет эффективна, высока вероятность, что она закончится ничем, как и ранее в 2014-2015 годах. Многие эксперты отмечают гибкость в хеджировании, оперативном консервировании и возобновлении добычи у американских сланцевых компаний. Тем не менее, после обвала акций несколько сланцевых компаний в США уже заявили значительное урезание инвестиционных программ, что может с некоторым лагом транслироваться в сокращение их добычи.

В целом, по оценкам МЭА, худший дисбаланс на рынке нефти, вероятно, будет зафиксирован по итогам I квартала. Ситуация во II квартале может быть уже лучше, но с учетом потенциальной нефтяной войны вряд ли стоит рассчитывать на резкий взлет цен. По-

купка просевших на панической распродаже акций российской нефтянки может быть уместна в условиях ослабшего курса рубля, который может давать дополнительную прибыль нефтяникам.

В связи с текущим развитием событий наиболее вероятным выглядит переход цен к сценарию в рамках диапазона \$30-45, который предусматривает отсутствие соглашения ОПЕК+. В случае начала рецессии в мировой экономике и шокового падения спроса рынок нефти может перейти к сценарию \$15-29, но в настоящее время подобное развитие ценовой динамики выглядит маловероятным.

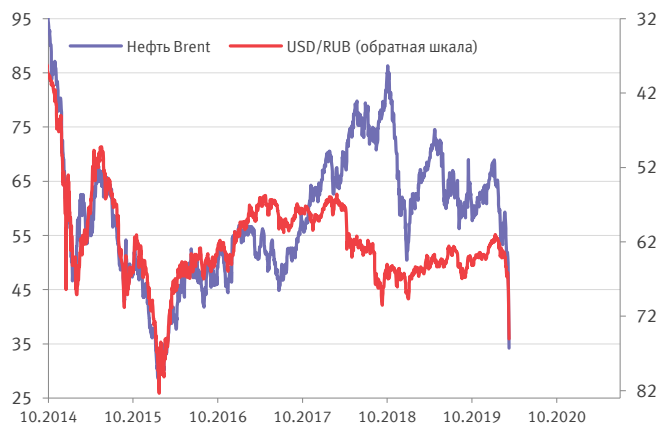
Основные сценарии динамики цен на нефть

Сценарий	Описание сценария
Диапазон \$15-29	Пакт ОПЕК+ завершается в конце марта, начинается ценовая война, крупнейшие производители резко увеличивают добычу. Американская инфраструктура вводится в срок, но экспорт и производство падают. Рынки забывают про переход к IMO 2020. Мировая экономика впадает в рецессию, спрос на нефть в 2020 году показывает падение. Избыток нефти к концу 2020 года около +2,5/+3,5 млн баррелей в сутки. Мы рассматриваем этот сценарий как менее вероятный.
Диапазон \$30-45	Пакт ОПЕК+ завершается в конце марта, не продлевается до конца 2020 года, но добыча в целом соответствует рынку и спросу. Американская инфраструктура вводится в срок, а экспорт и производство замедляются. Переход к IMO 2020 происходит медленно. Мировая экономика резко замедляется, спрос на нефть в I квартале 2020 года показывает падение, но со II квартала происходит восстановление. Избыток нефти к концу 2020 года около +1,8/+2,0 млн баррелей в сутки. Мы рассматриваем этот сценарий как наиболее вероятный.
Диапазон \$46-63	Пакт ОПЕК+ восстанавливается с конца II квартала, умеренно увеличивается объем сокращений, действие продлевается до конца 2020 года. Американская инфраструктура вводится в срок, и экспорт растет, но производство стагнирует. Переход к IMO 2020 происходит медленно. Темпы роста мировой экономики восстанавливаются, потребление нефти восстанавливается со II квартала. Избыток нефти к концу 2020 года около +0,8/+1,0 млн баррелей в сутки. Мы рассматриваем этот сценарий как менее вероятный.
Диапазон \$64-72	Пакт ОПЕК+ восстанавливается в ближайшие месяцы, продлевается до конца 2020 года с увеличенным объемом сокращения добычи. США усиливают санкции к Ирану и Венесуэле. Американская инфраструктура вводится в срок, производство и экспорт растут. Переход к IMO 2020 происходит уверенными темпами. Мировая экономика восстанавливается ускоренными темпами. Потребление нефти восстанавливается быстрыми темпами и по году показывает прирост. Дефицит нефти к концу 2020 года около -0,5/-1,5 млн баррелей в сутки. В текущих условиях мы рассматриваем этот сценарий как маловероятный.

Влияние на рубль и рынки

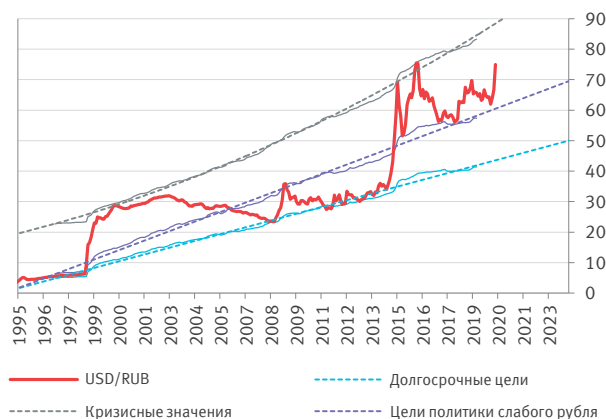
Обвал цены нефти Brent 9 марта на 25% привел к взлету курса пары USD/RUB до уровня 75. Фактически при уровнях цен на нефть ниже \$40 за баррель активизировались страхи того, что бюджетное правило перестанет оказывать свой эффект, а курс рубля вновь станет сильно зависим от волатильных цен на «черное золото». Впрочем, российский Минфин уже анонсировал приостановку покупок валюты со вторника, заявил, что может начать продавать валюту, а также отметил, что накопленные фонды позволяют спокойно финансировать потенциальный дефицит бюджета в течение нескольких лет.

Цены на нефть марки Brent и курс рубля к доллару США



Источники: Reuters, расчеты «Открытие Брокер»

Долгосрочно рубль продолжает оставаться в диапазоне недооценки



Источники: ФРС, Росстат, Reuters, расчеты «Открытие Брокер»

Полное сворачивание покупок валюты Минфином и ЦБ, на наш взгляд, уже может дать 6,5 к укреплению рубля в паре с долларом и, по сути, нивелировать эффект падения нефтяных цен. В то же время, можно предположить, что паника и взлет волатильности приведут к локальному выходу части зарубежных инвесторов из российских портфельных активов, а кредитный спред по России может расширяться до панических уровней 2011 и 2016 года. Но даже в этом случае мы вряд ли увидим резкий рост курса выше текущих уровней. Впрочем, в случае жесткой глобальной рецессии рубль может упасть в диапазон даже выше 90, но в настоящее время это пока что видится весьма маловероятным исходом.

Утром 10 марта индекс РТС наиболее вероятно покажет просадку в 1/3 от максимумов января, что в целом пока еще укладывается в рамки сильной коррекции. Вместе с резким обвалом мы, вероятно, вновь увидим закрытие чрезмерно закредитованных позиций на рынке. Для остальных игроков рынка это скорее может быть возможностью для покупки. Показатели ликвидности на российском рынке и в глобальном масштабе остаются высокими, а дивидендные доходности многих российских акций могут поддерживать интерес к ним как минимум до пика дивидендного сезона.

Дополнительные комментарии, а также помощь в расчете и реализации инвестиционных идей доступна клиентам Персонального брокерского обслуживания (тариф «Личный брокер») <http://private.open-broker.ru/>

Ближайший офис: <http://open-broker.ru/offices/>

+7 (495) 232-99-66

8 800 500-99-66 – бесплатный номер для всех городов РФ

clients@open.ru

Личные брокеры

Николай Рузайкин
Начальник управления
<http://private.open-broker.ru/>
+7 (495) 777-34-87

Еврооблигации

Диск облигаций
8 800 500-99-66

Структурные продукты

<https://open-broker.ru/investing/structural-products/>

Аналитики

Константин Бушуев, PhD
Начальник управления, макроэкономика, глобальная стратегия

Алексей Павлов, PhD
Главный аналитик, акции, облигации

Илья Мартыненко
Технический аналитик

Михаил Шульгин
Начальник отдела
глобальных исследований

Оксана Лукичева
Аналитик, товарные рынки

Иван Авсейко
Аналитик, международные рынки

Алексей Корнилов, CFA
Аналитик, международные рынки

Андрей Кочетков, PhD
Ведущий аналитик

АО «ОТКРЫТИЕ БРОКЕР» © 2020

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности № 045-06097-100000, выдана ФКЦБ России 28.06.2002 (без ограничения срока действия).

Предоставлено исключительно для личного использования лицом, получившим настоящий материал. Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация в любых целях запрещены АО «Открытие Брокер» (далее – «Компания»).

ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости активов, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены активов на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на финансовых рынках и связанных с ним событиях. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже активов и не может рассматриваться как рекомендация к подобному рода действиям. Компания не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Содержащаяся в аналитическом отчете инвестиционная идея остаётся актуальной до тех пор, пока текущая ожидаемая доходность (разница между целевой ценой и текущей ценой открытия позиции по финансовому инструменту) по сравнению с первоначальной ожидаемой доходностью (разница между целевой ценой и ценой открытия позиции по финансовому инструменту на дату инвестиционной идеи; оба показателя указаны в инвестиционной идее) не сократится на 80%. Компания имеет право, но не обязана в любое время вносить в аналитический отчет изменения с целью актуализации указанной в нем информации. Компания не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с активами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Компания не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности.

Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, ни при каких условиях, в том числе при внешнем совпадении ее содержания с требованиями нормативно-правовых актов, предъявляемых к индивидуальной инвестиционной рекомендации. Любое сходство представленной информации с индивидуальной инвестиционной рекомендацией является случайным. Какие-либо из указанных финансовых инструментов или операций могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю. Упомянутые в представленном сообщении операции и (или) финансовые инструменты ни при каких обстоятельствах не гарантируют доход, на который Вы, возможно, рассчитываете при условии использования предоставленной информации для принятия инвестиционных решений. Открытие Брокер не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в представленной информации. Во всех случаях определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора.

Аналитический отчет носит ознакомительный характер, представленная в нем информация не является гарантией или обещанием доходности вложений в будущем. Инвестирование в финансовые инструменты связано с высокой степенью рисков и не подразумевает каких-либо гарантий как по возврату основной инвестированной суммы, так и по получению каких-либо доходов. Заявления любых лиц о возможном увеличении в будущем стоимости инвестированных средств могут рассматриваться не иначе как предположения. Инвестиции в активы сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Компании, содержащихся в аналитическом отчете.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединённых Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединённого Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое продвижение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.