

21 сентября 2017

Мировые цены на нефть и металлы перестали коррелировать.....2

Зависимость нефтяных цен от курса доллара снизилась.....3

Волатильность рубля снижается вслед за волатильностью нефти.....5

## Российские ненефтяные экспортеры выигрывают от сланцевой нефти

### Динамика сырьевых рынков

- **Производители сланцевой нефти отвязали цены на нефть от цен на прочие сырьевые товары...** Длительность инвестиционных циклов и схожесть прогнозных предпосылок динамики спроса определяют синхронность формирования дефицитов и профицитов на сырьевых рынках и динамики цен на нефть и металлы. Однако короткие инвестиционные циклы производителей сланцевой нефти снижают волатильность нефтяных цен и ускоряют балансировку рынка нефти.
- **...снизили влияние курса доллара на динамику нефтяных цен...** До половины волатильности цен на сырьевые товары объяснялось волатильностью курса доллара к прочим мировым валютам. Но если производители сланцевой нефти останутся маржинальными на рынке нефти, то курс доллара перестанет быть значимым фактором динамики цен, поскольку издержки производителей сланцевой нефти не зависят от курса доллара.
- **...и обеспечат в 2017 году до 400 млрд руб. дополнительных рублевых доходов российских ненефтяных экспортеров,** так как рост цен на сырьевые товары в 2017 году (в первую очередь на металлы) не сопровождается синхронным ростом цен на нефть и укреплением рубля.

Василий Танурков

Заместитель директора, группа корпоративных рейтингов

+7 (495) 139-0344

vasilii.tanurcov@acra-ratings.ru

Наталья Порохова

Директор, руководитель группы исследований и прогнозирования

+7 (495) 139-0490

natalia.porokhova@acra-ratings.ru

### Контакты для СМИ

Мария Мухина

Операционный директор

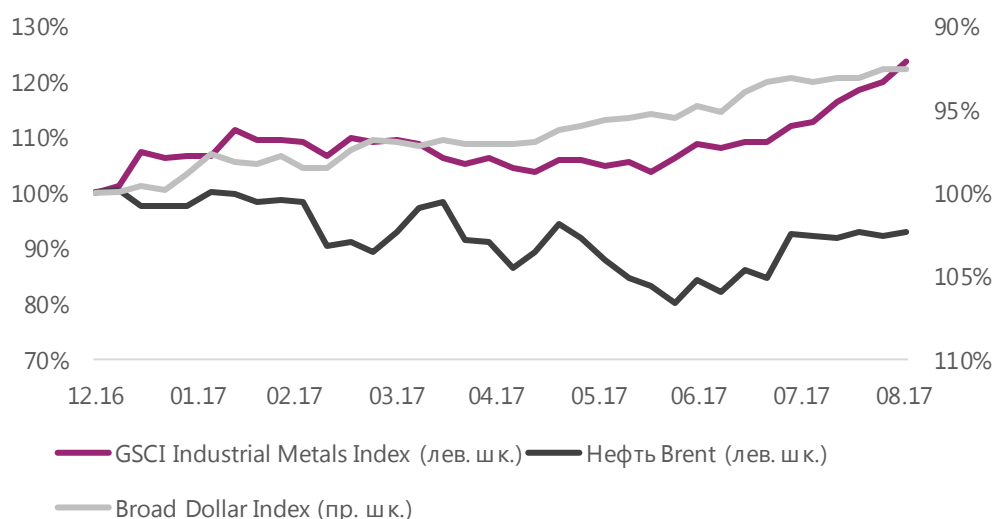
+7 (495) 139-0480

maria.mukhina@acra-ratings.ru

### Мировые цены на нефть и металлы перестали коррелировать

В январе–августе 2017 года индекс цен промышленных металлов вырос на 23,6%, тогда как цены на нефть упали на 7,2%. Это противоречит традиционному высокому уровню корреляции между ценами на нефть и промышленными металлами, который обусловлен общими для рынков этих сырьевых товаров движущими факторами (темпы роста мировой экономики в целом и развивающихся рынков в частности), а также схожей длительностью инвестиционных циклов. Периоды снижения корреляции нефти с промышленными металлами случались и ранее, но они были ограничены во времени и фундаментально обоснованы. Так, снижение корреляции в период с 2013 года по первую половину 2014 года было связано в первую очередь с геополитическими причинами: рост предложения нефти ограничивался последствиями конфликтов в Северной Африке и на Ближнем Востоке, а цены на нефть включали в себя существенную премию за риск.

**Рисунок 1. Динамика цен на нефть, промышленные металлы и курса доллара**



Источник: расчеты АКРА

**Рисунок 2. Нетипичная раскорреляция цен на нефть и промышленные металлы с конца 2016 года**



Источник: расчеты АКРА

В то же время резкая раскорреляция цен на нефть и промышленные металлы, наблюдающаяся с конца 2016 года, выглядит нетипично как с точки зрения продолжительности, так и с точки зрения движущих факторов. Мы полагаем, что данная раскорреляция отражает фундаментальные изменения нефтяного рынка, связанные с ростом значимости добычи сланцевой нефти, и поэтому носит долгосрочный характер. Сланцевая нефтедобыча в США характеризуется высокими, но при этом быстро падающими дебитами новых скважин, в результате чего сроки их окупаемости оказываются очень короткими — порядка 2–3 лет. Благодаря высоким дебитам новых скважин производители могут дешево и эффективно хеджировать будущую добычу, тем самым снижая чувствительность к стоимости нефти. Быстрое снижение дебитов пробуренных скважин, в свою очередь, ведет к быстрому сокращению добычи при остановке бурения новых скважин, тем самым ускоряя балансировку рынка при избытке предложения. Еще одна отличительная особенность производителей сланцевой нефти заключается в способности быстро наращивать объемы бурения при благоприятной конъюнктуре, что связано как с работой компаний в регионах с развитой инфраструктурой, так и избытком буровых мощностей в США. Гибкость сланцевой нефтедобычи делает сланцевую нефть ключевым фактором баланса на нефтяном рынке: рост ее доли в общемировой добыче нефти будет вести к снижению волатильности цен и к установлению на достаточно продолжительный период времени (до момента истощения запасов в основных американских сланцевых бассейнах) относительно узкого (по сравнению с историческими пределами колебаний цен) диапазона цен на нефть.

### **Зависимость нефтяных цен от курса доллара снизилась**

*Broad Dollar Index отражает стоимость доллара по отношению к валютам 26 торговых партнеров США, взвешенную исходя из объемов торгового оборота.*

Общим значимым (по крайней мере в прошлом) для сырьевых рынков фактором динамики цен является отношение курса доллара к мировым валютам (в рамках данного исследования в качестве индикатора стоимости доллара используется Broad Dollar Index). Курс доллара оказывает непосредственное влияние на сырьевые рынки как со стороны спроса, так и со стороны предложения — до половины волатильности цен на сырьевые товары может быть объяснена волатильностью курса доллара по отношению к мировым валютам. По нашему мнению, одним из ключевых драйверов роста цен на промышленные металлы в 2017 году стало именно ослабление доллара, в то время как изменение баланса спроса и предложения оказало существенно меньшее влияние на их цены в текущем году.

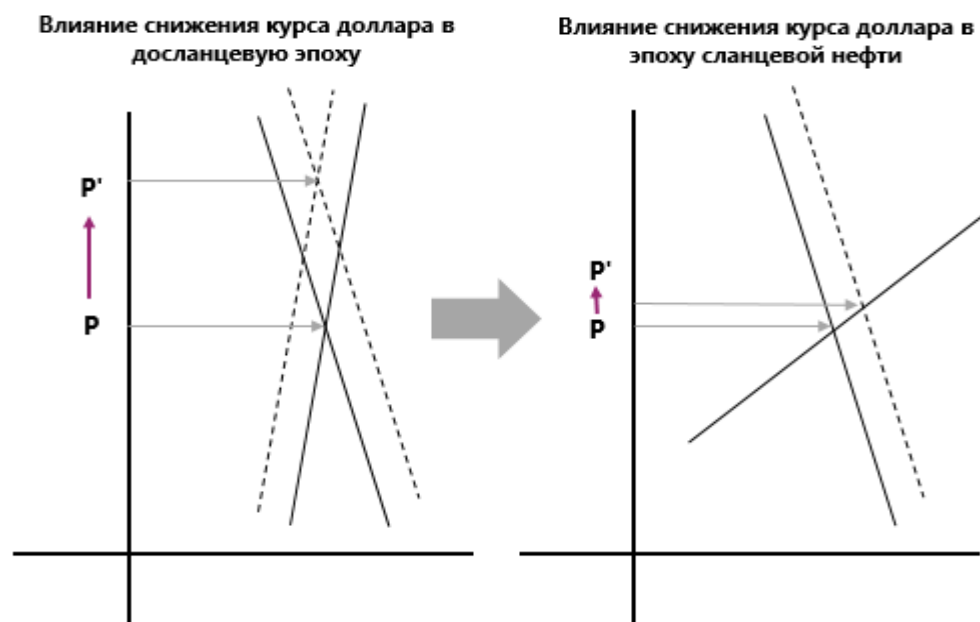
В рамках этого документа мы будем рассматривать только непосредственное влияние курса доллара на сырьевые цены, хотя ускорение темпов роста экономик стран — торговых партнеров США ведет к ослаблению курса доллара, что также находит отражение в сырьевых ценах. С точки зрения спроса ослабление доллара повышает покупательную способность неамериканских потребителей, выраженную в долларах (что на схематичном графике соотношения спроса и предложения ведет к сдвигу кривой спроса вверх и вправо). Со стороны

предложения с ослаблением доллара затраты неамериканских производителей, выраженные в долларах, возрастают (что ведет к сдвигу кривой предложения вниз и влево). Эластичность предложения по цене большинства сырьевых товаров крайне низка, что является отражением длительного инвестиционного цикла и значительной доли постоянных издержек в себестоимости сырья. Низка и ценовая эластичность спроса, что связано с относительно низкой долей стоимости сырья в себестоимости конечных товаров, а также с невозможностью быстрой замены тех или иных видов сырья или с отсутствием субститутов при текущих технологиях. Как показано на рисунке 3, эффект ослабления доллара ведет к заметному росту сырьевых цен при незначительном изменении объемов продаж. Исторически это выражается в отрицательном коэффициенте бета сырьевых товаров к курсу доллара, заметно превышающем единицу по модулю (-2,16 для промышленных металлов за период с начала 2010 года по настоящее время и -2,33 для нефти за аналогичный период).

*Коэффициент бета выражает чувствительность цены одного актива к изменению цены другого актива.*

Вышеуказанная взаимосвязь факторов была в целом присуща как рынку промышленных металлов, так и рынку нефти. Однако с возрастанием роли сланцевой нефти ситуация существенно меняется. Короткий жизненный цикл скважин сланцевой нефти, а также существенная доля переменных издержек в общих издержках сланцевых нефтедобытчиков существенно увеличивают эластичность предложения по цене. При этом в роли маржинального производителя теперь выступают американские компании, а их долларовые издержки не реагируют на ослабление доллара. В результате сдвига кривой предложения не наблюдается. Таким образом, влияние изменений курса доллара (при условии рентабельной работы производителей сланцевой нефти благодаря достаточно высоким ценам на нефть) оказывается многократно меньшим, чем в прошлом (рисунок 3).

**Рисунок 3. Влияние ослабления курса доллара на соотношение спроса и предложения на рынке нефти в досланцевую и сланцевую эпохи**



Источник: расчеты АКРА

В связи с существенной зависимостью курса рубля от цен на нефть можно ожидать, что снижение влияния волатильности доллара к мировым валютам на цену нефти приведет к снижению волатильности рубля, но увеличит волатильность цен на промышленные металлы в рублевом выражении. Таким образом, в случае дальнейшего ослабления доллара мы будем наблюдать рост долларовых и рублевых цен на металлы при относительной стабильности курса рубля и цен на нефть. При укреплении доллара снижение долларовых цен на металлы будет в большей степени, чем ранее, транслироваться в падение рублевых цен.

### Волатильность рубля снижается вслед за волатильностью нефти

Снижение чувствительности нефтяных цен к курсу доллара несет последствия и для российской экономики в целом, что связано в первую очередь с высокой зависимостью курса рубля от цен на нефть. В нынешних условиях ослабления доллара, не сопровождающегося эквивалентным ростом цен на нефть, в выигрыше оказываются нефтегазовые экспортеры. По итогам восьми месяцев 2017 года средняя цена нефти Brent составила порядка 52,2 долл. за баррель при курсе рубля в 58,2 руб. за доллар. В то же время в случае сохранения прежней зависимости цен на нефть от курса доллара к мировым валютам можно было бы ожидать средней цены барреля нефти Brent на уровне 59 долл. при среднем курсе рубля порядка 55 руб. за доллар. Более дешевый рубль означает более высокую рентабельность экспортеров: благодаря более низким темпам укрепления рубля уровень рентабельности нефтегазовых экспортеров в январе–августе 2017 года оказался на 5,8 п. п. выше, а рублевая выручка нефтегазовых экспортеров оказалась выше на 265 млрд руб., а за год положительная разница выручки может составить до 400 млрд руб. В целом же снижение волатильности цен на нефть, а значит и рубля в долгосрочной перспективе должно благотворно отразиться на уровне рисков в российской экономике, в том числе и за счет снижения риска рецидива «голландской болезни».

Рисунок 4. Снижение волатильности нефти и рубля улучшит условия для 58% российского экспорта (доли по итогам 2016 года)



Источник: расчеты АКРА

(С) 2017

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)

Москва, Садовническая набережная, д. 75

[www.acra-ratings.ru](http://www.acra-ratings.ru)

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (АКРА) создано в 2015 году. Акционерами АКРА являются 27 крупнейших компаний России, представляющие финансовый и корпоративный сектора, а уставный капитал составляет более 3 млрд руб. Основная задача АКРА — предоставление качественного рейтингового продукта пользователям российского рейтингового рынка. Методологии и внутренние документы АКРА разрабатываются в соответствии с требованиями российского законодательства и с учетом лучших мировых практик в рейтинговой деятельности.

Представленная информация, включая, помимо прочего, кредитные и некредитные рейтинги, факторы рейтинговой оценки, подробные результаты кредитного анализа, методологии, модели, прогнозы, аналитические обзоры и материалы и иную информацию, размещенную на сайте АКРА (далее — Информация), а также программное обеспечение сайта и иные приложения, предназначены для использования исключительно в ознакомительных целях. Настоящая Информация не может модифицироваться, воспроизводиться, распространяться любым способом и в любой форме ни полностью, ни частично в рекламных материалах, в рамках мероприятий по связям с общественностью, в сводках новостей, в коммерческих материалах или отчетах без предварительного письменного согласия со стороны АКРА и ссылки на источник. Использование Информации в нарушение указанных требований и в незаконных целях запрещено.

Кредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА относительно способности рейтингуемого лица исполнять принятые на себя финансовые обязательства или относительно кредитного риска отдельных финансовых обязательств и инструментов рейтингуемого лица на момент опубликования соответствующей Информации.

Некредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА о некоторых некредитных рисках, принимаемых на себя заинтересованными лицами при взаимодействии с рейтингуемым лицом.

Присваиваемые кредитные и некредитные рейтинги отражают всю относящуюся к рейтингуемому лицу и находящуюся в распоряжении АКРА существенную информацию (включая информацию, полученную от третьих лиц), качество и достоверность которой АКРА сочло надлежащими. АКРА не несет ответственности за достоверность информации, предоставленной клиентами или связанными третьими сторонами. АКРА не осуществляет аудита или иной проверки представленных данных и не несет ответственности за их точность и полноту. АКРА проводит рейтинговый анализ представленной клиентами информации с использованием собственных методологий. Тексты утвержденных методологий доступны на сайте АКРА по адресу: [www.acra-ratings.ru/criteria](http://www.acra-ratings.ru/criteria).

Единственным источником, отражающим актуальную Информацию, в том числе о кредитных и некредитных рейтингах, присваиваемых АКРА, является официальный интернет-сайт АКРА — [www.acra-ratings.ru](http://www.acra-ratings.ru). Информация представляется на условии «как есть».

Информация должна рассматриваться пользователями исключительно как мнение АКРА и не является советом, рекомендацией, предложением покупать, держать или продавать ценные бумаги или любые финансовые инструменты, офертой или рекламой.

АКРА, его работники, а также аффилированные с АКРА лица (далее — Стороны АКРА) не предоставляют никакой выраженной в какой-либо форме или каким-либо образом непосредственной или подразумеваемой гарантии в отношении точности, своевременности, полноты или пригодности Информации для принятия инвестиционных или каких-либо иных решений. АКРА не выполняет функции фидуциария, аудитора, инвестиционного или финансового консультанта. Информация должна расцениваться исключительно как один из факторов, влияющих на инвестиционное или иное бизнес-решение, принимаемое любым лицом, использующим ее. Каждому из таких лиц необходимо провести собственное исследование и дать собственную оценку участнику финансового рынка, а также эмитенту и его долговым обязательствам, которые могут рассматриваться в качестве объекта покупки, продажи или владения. Пользователи Информации должны принимать решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым.

Стороны АКРА не несут ответственности за любые действия, совершенные пользователями на основе данной Информации. Стороны АКРА ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за любые прямые, косвенные или случайные убытки и издержки, возникшие у пользователей в связи с интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями третьих лиц, прямо или косвенно связанными с такой информацией.

Информация, предоставляемая АКРА, актуальна на дату подготовки и опубликования материалов и может изменяться АКРА в дальнейшем. АКРА не обязано обновлять, изменять, дополнять Информацию или уведомлять кого-либо об этом, если это не было зафиксировано отдельно в письменном соглашении или не требуется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

АКРА не оказывает консультационных услуг. АКРА может оказывать дополнительные услуги, если это не создает конфликта интересов с рейтинговой деятельностью.

АКРА и его работники предпринимают все разумные меры для защиты всей имеющейся в их распоряжении конфиденциальной и/или иной существенной непубличной информации от мошеннических действий, кражи, неправомерного использования или непреднамеренного раскрытия. АКРА обеспечивает защиту конфиденциальной информации, полученной в процессе деятельности, в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации.