



Что ждать от рубля в 2019 году

Обзор валютного рынка

Март 2019



доход'

ГЛАВНОЕ

Рубль имеет потенциал для снижения, в первую очередь из-за коррекции цен на нефть

Формирование валютных резервов Минфином и рост долларовых процентных ставок будут оказывать дополнительное давление на российскую валюту

Опасения жестких санкций США отошли на второй план в первом квартале 2019 года, но геополитика может вернуться на валютный рынок в любой момент

Ожидания разворота в политике ЕЦБ оправдались, евро имеет потенциал снижения относительно доллара

Мы ждем, что на конец 2019 года курс доллара составит около 73,5 рублей (+13%), евро – 80 рублей (+8%).

СОДЕРЖАНИЕ

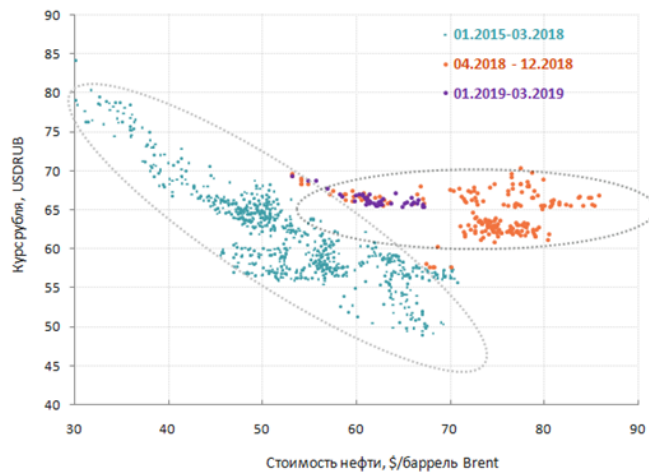
Зависимость рубля от нефти вновь растет	4
Рынок нефти	6
Денежная политика России	11
Политические факторы	12
Денежная политика США	13
Прогноз USD/RUB	16
Прогноз EUR/RUB	17

ЗАВИСИМОСТЬ РУБЛЯ ОТ НЕФТИ ВНОВЬ РАСТЕТ

Нефть и курс рубля с начала 2018 года, в %



Чувствительность курса рубля к нефти

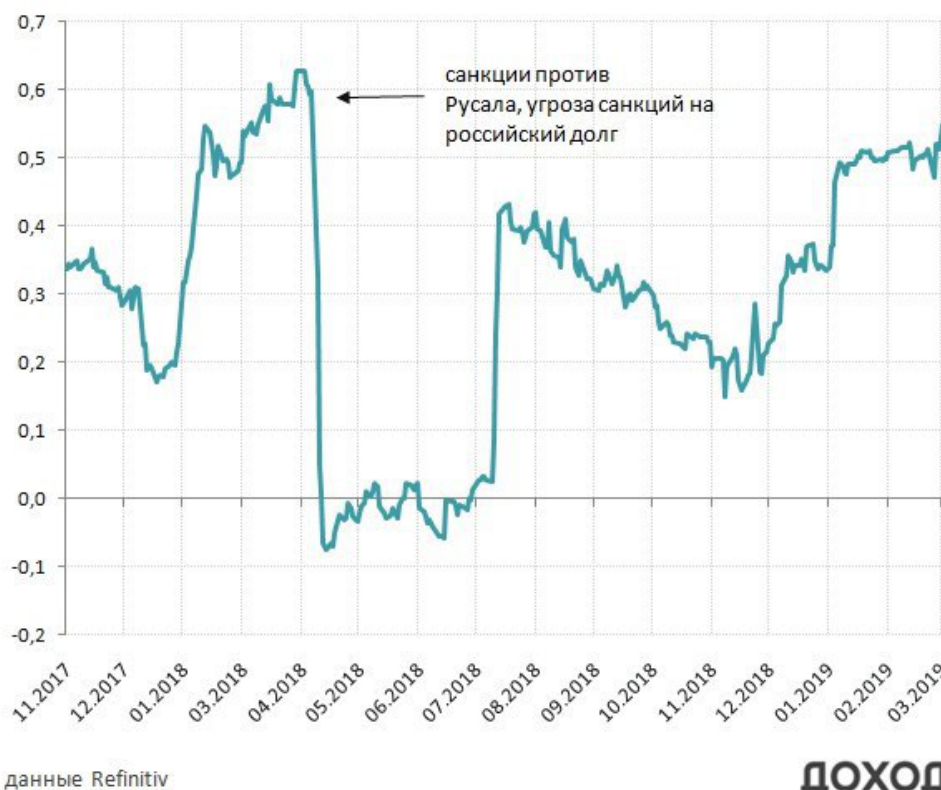


В 2018 году большинство аналитиков валютного рынка отмечали, что рубль перестал зависеть от котировок нефти. Когда в октябре баррель достиг максимума за 4 года, российская валюта оказалась на минимуме относительно доллара с 2016 года. Статистика подтверждает снижение чувствительности российской валюты к колебаниям цен на топливном рынке в прошлом году. Корреляция дневных доходностей рубля и нефти упала до нуля во втором квартале 2018 года, что совпало с введением санкций против Русала и угрозой запрета иностранцам на покупку российского долга.

В начале 2019 года нефть оказалась в лидерах роста среди биржевых товаров, прибавив более 20%. Несмотря на то, что укрепление рубля оказалось сдержанным (+5,5%), корреляция между дневными доходностями двух параметров впервые за год превысила отметку 0,5.

Зависимость рубля от нефти вновь увеличивается

Корреляция между дневными доходностями RUB/USD и Brent за 65 торговых дней



В ноябре 2018 года Минфин сообщил, что курс рубля [больше не зависит от цен на нефть](#). Мы полагаем, что заявление преждевременно. В отдельные периоды нефть действительно снижает влияние на рубль из-за прочих факторов: денежной политики Центробанка, действий Минфина и геополитики. Однако наш анализ показывает, что долгосрочно цены топливного рынка определяют почти 2/3 годовых колебаний курса рубля.

Нефть, газ и нефтепродукты составили 55% российского товарного экспорта в 4 квартале 2018 года, обеспечив основной спрос на российскую валюту. Нет оснований предполагать, что доля будет снижаться в будущем, поэтому именно динамика цен на нефть останется основным фактором ценообразования рубля в нашем прогнозе.

РЫНОК НЕФТИ

На мировом рынке нефти можно выделить три основные силы, влияющие на баланс спроса и предложения:

1) Саудовская Аравия и Россия.

Сокращение добычи ОПЕК+ в первой половине 2019 года

данные в тысячах баррелей в сутки

Страна	Изначальная добыча	Ожидаемое сокращение	Целевой объем добычи	Добыча янв 2019
Саудовская Аравия	10 633	-322	10 311	10 213
Ирак	4 653	-141	4 512	4 669
ОАЭ	3 168	-96	3 072	3 078
Кувейт	2 809	-85	2 724	271
Нигерия	1 738	-53	1 685	1 792
Ангола	1 528	-47	1 481	1 416
Алжир	1 057	-32	1 025	1 041
Эквадор	524	-16	508	515
Конго	325	-10	315	310
Габон	187	-6	181	193
Экв. Гвинея	127	-4	123	117
Всего ОПЕК	26 749	-812	25 937	26 054
Россия	11 747	-230	11 517	11 705
Казахстан	2 028	-40	1 988	2 082
Мексика	1 993	-40	1 953	194
Оман	1 003	-25	978	978
Азербайджан	797	-20	777	794
Ималайзия	698	-15	683	685
Бахрейн	217	-5	212	212
Южный Судан	124	-3	121	121
Бруней	115	-3	112	113
Судан	74	-2	72	72
Всего Не-ОПЕК	18 796	-383	18 413	18 702
Всего ОПЕК+	45 545	-1 195	4 435	44 756

данные Bloomberg, Доходь

Ограничения по добыче нефти ОПЕК и России несколько лет назад оказались эффективным инструментом стабилизации нефтяного рынка и помогли поднять стоимость барреля Brent с \$26 в 2016 году до \$76 в октябре 2018 года. Во второй половине 2018 года страны перестали выполнять соглашение, что стало одной из главных причин коррекции цен на нефть.

В декабре 2018 года было достигнуто новое соглашение, согласно которому 11 из 14 стран ОПЕК (без Ирана, Венесуэлы и Ливии) должны сократить добычу на 812 млн. баррелей в сутки, а страны не-ОПЕК (10 стран, включая Россию) на 383 млн. баррелей.

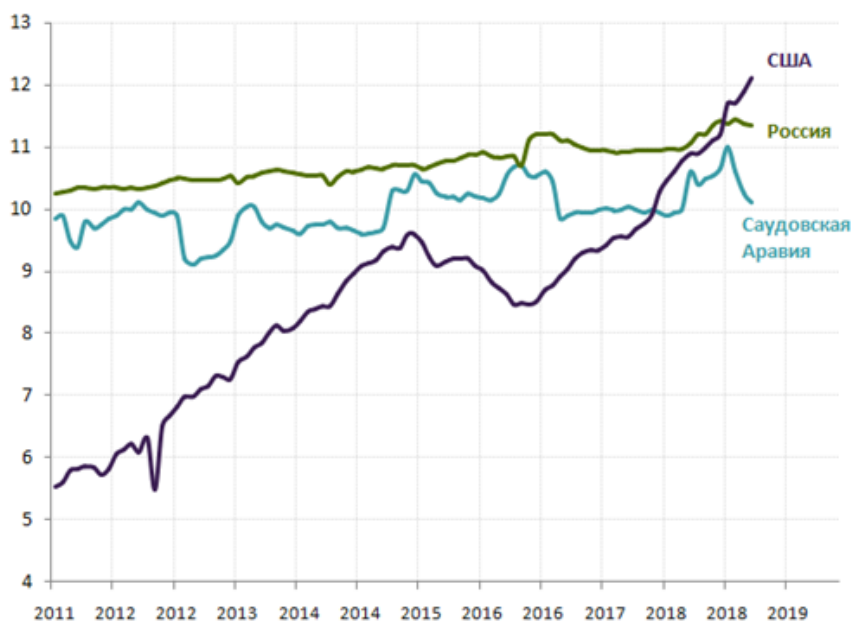
Главной движущей силой сделки является Саудовская Аравия. В начале года источники [The Wall Street Journal](#) сообщали о цели королевства по цене на нефть в \$80 за баррель, что помогло бы сделать бюджет бездефицитным. По итогам января именно Саудовская Аравия больше всего сократила добычу, превысив обещания в рамках соглашения.

Основной риск для работы соглашения мы видим со стороны России, где, в отличие от стран картеля ОПЕК, нефтяная отрасль не является полностью национализированной. Даже государственные компании, такие как [Роснефть](#) и [Газпром нефть](#), открыто выступают за увеличение добычи, не скрывая планов по ее наращиванию.

2) США

США обновляют рекорды добычи нефти

млн баррелей в сутки



данные Refinitiv, ДОХОДЪ

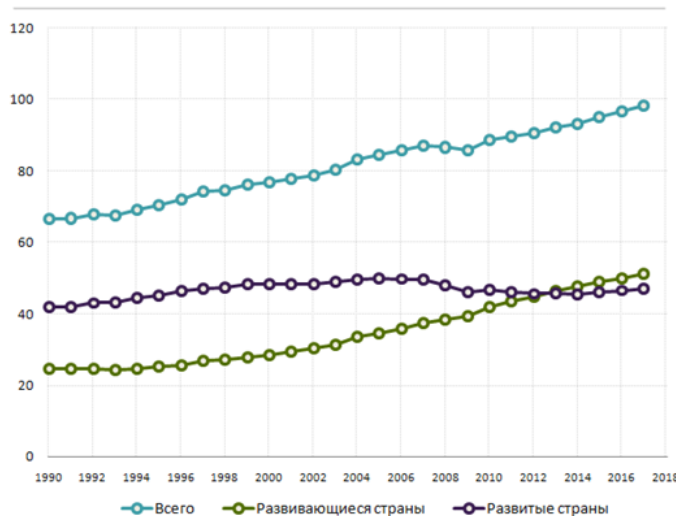
Усилия ОПЕК по сокращению добычи компенсируются ее ростом в Северной Америке. За 2018 год добыча нефти в США выросла на 20% до 12 млн/барр в сутки, что сделало страну лидером по показателю в мире.

При текущих ценах на нефть прирост показателя в США продолжится. По прогнозам Мирового энергетического агентства (IEA) в ближайшие 6 лет добыча нефти в США вырастет еще на 4 млн. баррелей в сутки, что обеспечит почти 60% роста мировой добычи. При достижении цен на нефть \$80 рост предложения США может достичь 6 млн. баррелей. Гибкость американских сланцевых производителей нефти делает политику ОПЕК менее эффективной. Ее может быть достаточно для сохранения текущих цен на нефть, но дальнейшего роста ожидать не стоит. В случае невыполнения странами ОПЕК+ соглашения, рынок ожидает падение цен. Мы считаем, что это соответствует базовому сценарию на ближайший год.

3) Спрос со стороны Индии, Китая и других развивающихся стран

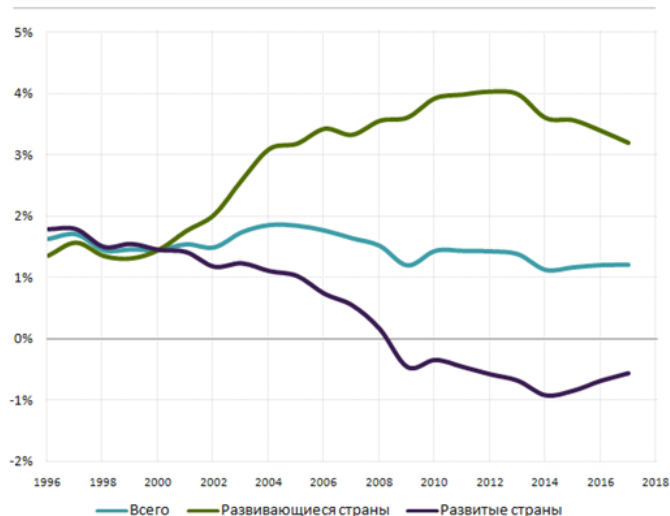
Потребление нефти в мире

млн баррелей в сутки



данные BP Energy Outlook, ДОХОДЪ

среднегодовое изменение за 10 лет (CAGR)



Потребление нефти в мире последние два десятилетия росло среднегодовым темпом в 1,4%. Дополнительный спрос обеспечивался развивающимися странами, в первую очередь Китаем и Индией. Среднегодовое снижение потребления нефти в развитых странах за последнее десятилетие составило 0,6%.

Если на развивающихся рынках будет отсутствовать экономический рост, то мировой спрос на нефть начнет замедляться, поэтому цены топливного рынка особенно зависят от деловой активности в азиатском регионе и будущего развития африканского континента.

Большинство нефтяных компаний и отраслевых организаций сходятся во мнении, что темп роста спроса на развивающихся рынках продолжит падать. Текущие тенденции подтверждают замедление роста спроса во всех регионах развивающихся рынков.

Среднегодовой темп роста потребления нефти

	1977 - 1987	1987 - 1997	1997 - 2007	2007 - 2017	Прогноз ВР 2017-2040
Всего	0,4%	1,7%	1,6%	1,2%	0,3%
Развитые страны	-0,6%	1,8%	0,5%	-0,6%	-1,0%
Развивающиеся страны	2,6%	1,6%	3,3%	3,2%	1,3%
Китай	2,3%	6,9%	6,9%	5,1%	0,7%
Индия	6,0%	6,5%	4,9%	4,8%	3,1%
Африка	4,2%	2,6%	2,8%	2,9%	2,5%
Южная Азия	1,3%	5,9%	2,6%	2,9%	1,0%

данные BP Energy Outlook, ДОХОДЪ

За последние 10 лет среднегодовой темп роста потребления нефти в Китае снизился с 6,9% до 5,1%. В Индии, Африке и Юго-Восточной Азии не изменился. British Petroleum ожидает, что среднегодовой рост потребления нефти в мире составит 0,3%, в развитых странах -1%, в развивающихся +1,3%. Показатели заметно ниже уровня, показанного за последние 20 лет.

Замедление темпов потребления нефти в Китае без их ускорения в Африке, Индии и других странах азиатского региона означает, что рост предложения со стороны США позволит предотвратить долгосрочный дефицит на топливном рынке, какие бы действия по ограничению добычи не были предприняты со стороны ОПЕК. Политика картеля слабо влияет на цены на нефть в долгосрочной перспективе. Несмотря на то, что текущий новостной фон может привести к временному росту, в базовом прогнозе мы ждем падения цен на нефть до \$55 (-18%) к концу 2019 года, снижения до \$45 (-32%) в течение 2-3 лет. Динамика котировок нефти станет основным негативным фактором, определяющим курс рубля.

ДЕНЕЖНАЯ ПОЛИТИКА РОССИИ



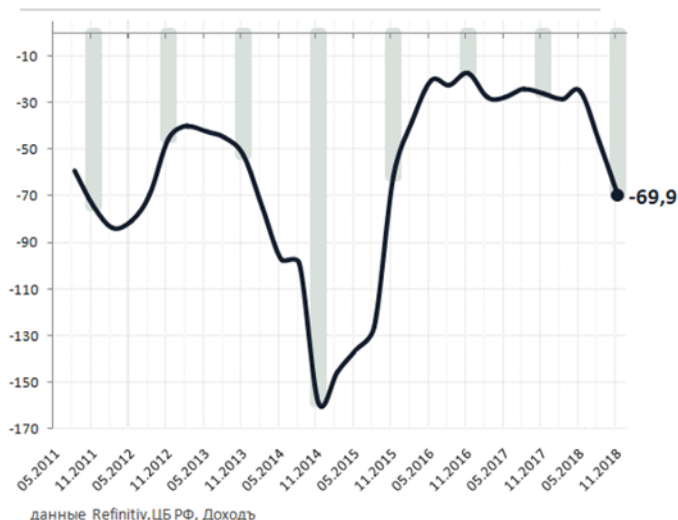
Важным фактором влияния на рубль остается политика формирования валютных резервов российскими властями. В соответствии с бюджетным правилом сверхдоходы от продажи нефти дороже \$40 за баррель направляются в Фонд Национального Благосостояния (ФНБ). Операции увеличивают предложение рублей на рынке и занижают курс российской валюты.

В прошлом году Центральный банк несколько раз приостанавливал закупку иностранной валюты для Минфина из-за падения курса рубля. С 15 января 2019 года ЦБ возобновил операции. Объем валюты, который не был выкуплен в прошлом году за время приостановки с сентября по декабрь, планируется закупить до конца 2021 года.

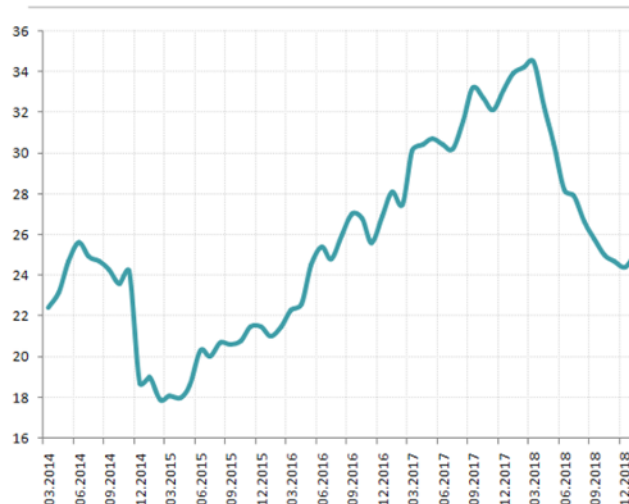
С учетом плановых интервенций и компенсации ранее отложенных операций, мы ожидаем, что Центральный банк в течение 2019 года приобретет иностранную валюту на \$65 млрд. Это делает курс рубля на 12-15% дешевле относительно доллара, чем в случае невмешательства в рынок.

ПОЛИТИЧЕСКИЕ ФАКТОРЫ

Отток капитала из России за последние 12 месяцев
расчет по данным платежного баланса, \$ млрд



Доля нерезидентов в российских ОФЗ, %



Помимо экономических факторов в прошлом году на курс рубля вновь оказала влияние геополитика. Ключевое событие 2018 года в мире российских финансов – угроза запрета иностранным инвесторам покупать российский государственный долг со стороны США.

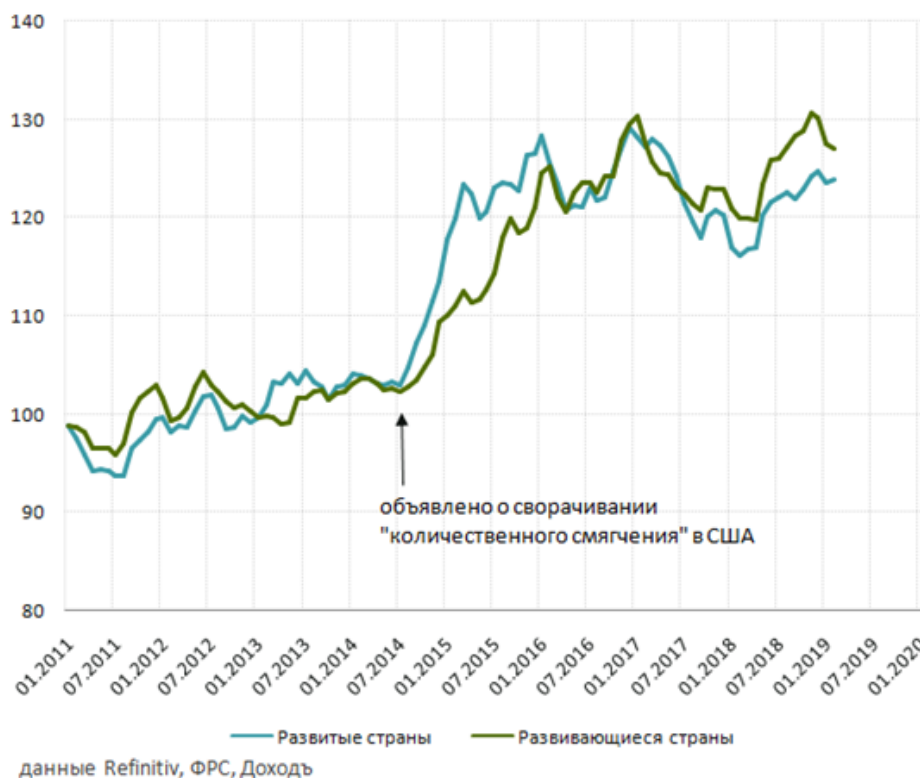
Несмотря на то, что ограничения так и не были введены, нерезиденты с апреля прошлого года начали избавляться от ОФЗ. Их доля в бумагах снизилась с пика в 34,5% до 24,4% к концу года. Кроме того, в платежном балансе России наблюдалось сокращение обязательств российских банков и компаний перед иностранцами на \$31 млрд., а также увеличение инвестиций российских резидентов в иностранные активы. Все это привело к рекордному за 3 года оттоку капитала, что дополнительно ослабило рубль.

С начала 2019 года страх перед санкциями отступил и нерезиденты начали возвращение в российские ОФЗ. Политический фактор является мало предсказуемым, однако он постоянно влияет на более дешевую оценку российской валюты. Мы полагаем, что отток капитала составит на уровне \$40-50 млрд в 2019 году, по сравнению с \$70 млрд в 2018 и \$30 млрд в 2016-2017 годах, что послужит дополнительным фактором ослабления российской валюты.

ДЕНЕЖНАЯ ПОЛИТИКА США

Индекс доллара

взвешенный по объему торговли со странами, декабрь 2010 года =100



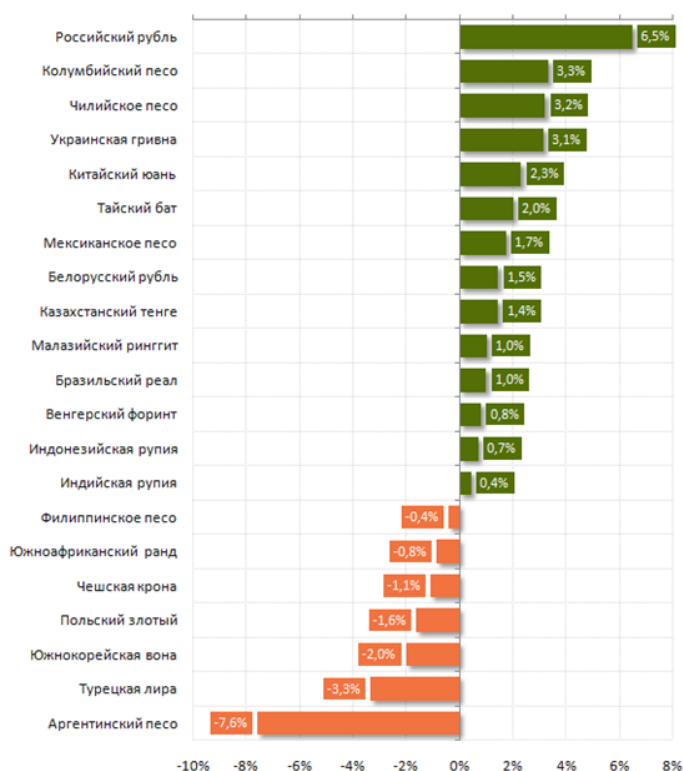
Сворачивание количественного смягчения с 2014 года и увеличение процентных ставок ФРС США привело к росту стоимости доллара не только относительно рубля, но и ко всем ведущим мировым валютам. С начала 2011 года нет ни одной валюты крупной страны, укрепившейся относительно доллара.

На данный момент, на курс доллара влияют не только фактические изменения процентных ставок, но и ожидания инвесторов относительно будущей политики. Еще в декабре 2018 года аналитики ожидали от ФРС в среднем 3 повышения ставки в 2019 году, а индекс доллара достиг максимума за 1,5 года.

После этого глава ФРС Джером Пауэлл намекнул, что регулятор может прекратить сокращение баланса. Это стало явным сигналом на смягчение денежной политики. На данный момент аналитики, опрошенные Reuters, ожидают лишь одного повышения ставки до конца года. Изменение ожиданий привело к небольшой коррекции доллара в 2019 году: из 37 главных валют развитых и развивающихся рынков 21 удалось прибавить в стоимости относительно доллара.

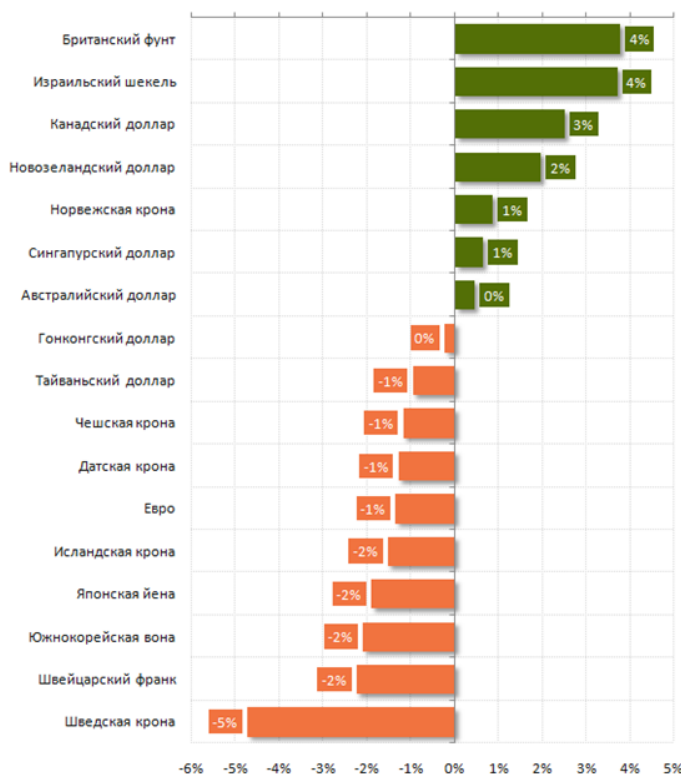
Мы считаем, что реакция ФРС на падение фондовых рынков была слишком эмоциональной. С точки зрения макроэкономики данные по инфляции, рынку труда и росту ВВП все еще сильны, поэтому во второй половине года регулятор вновь вернется к более жесткой риторике в денежной политике. Мы ждем, что в ближайшие 12 месяцев ставка будет повышена трижды, что приведет к дальнейшему росту индекса доллара.

Валюты развивающихся стран относительно доллара в 2019 году
на 15 марта 2019 года



данные Refinitiv, Доходь

Валюты развитых стран относительно доллара в 2019 году
на 15 марта 2019 года

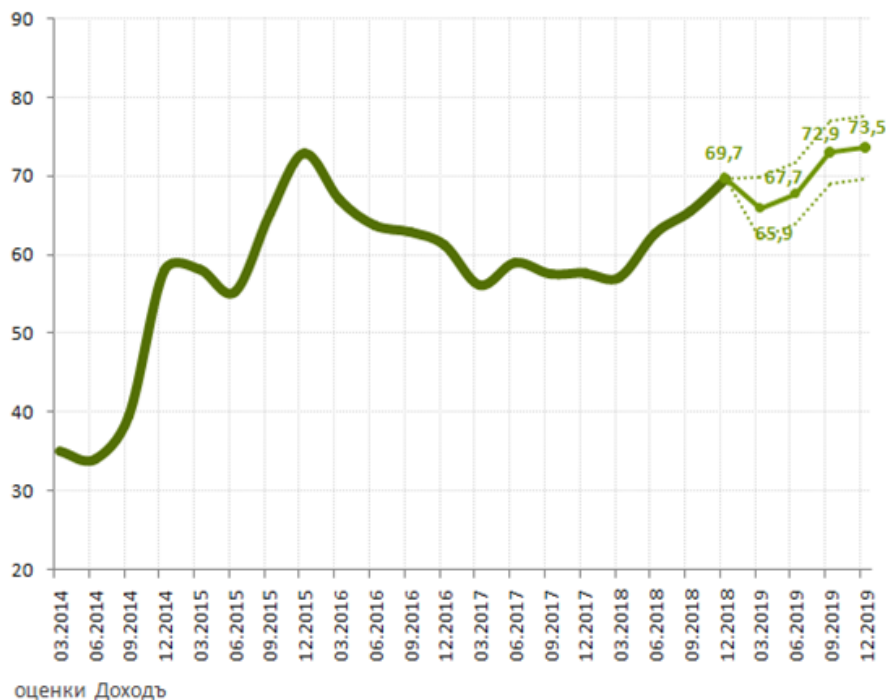


Оценка влияния факторов на курс рубля

фактор	влияние на рубль
нефть	краткосрочно - позитивное: эффект от сделки ОПЕК+ долгосрочно - негативное: замедление роста спроса на нефть, увеличение предложения в США
политика Минфина и ЦБ	негативное : формирование валютных резервов
геополитика	краткосрочно - позитивное: снижение опасений санкций на госдолг, среднесрочно и долгосрочно негативное: политический фактор может вернуться на рынок в любой момент
действия ФРС	негативное : мы ожидаем дальнейшего роста ставок, и укрепления индекса доллара

ПРОГНОЗ USD/RUB

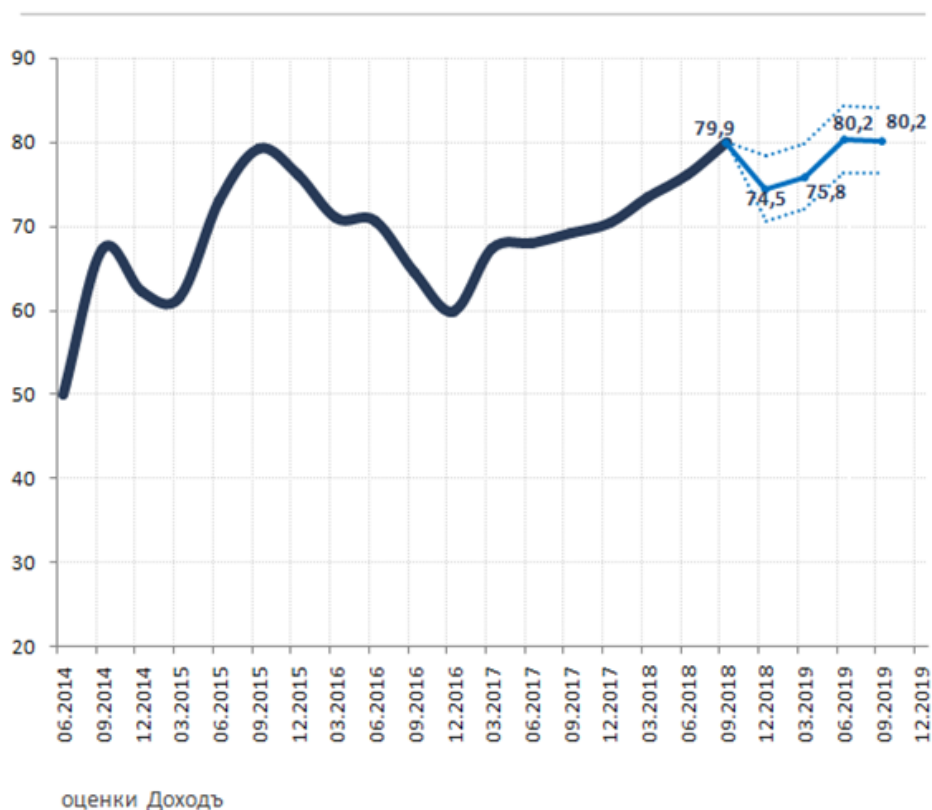
Прогноз курса USD/RUB с доверительным интервалом



Мы полагаем, что нефть находится вблизи верхней границы диапазона колебаний и к концу 2019 года ее стоимость составит около \$55 за баррель марки Brent. Минфин с Центральным банком продолжат наращивать валютные резервы, способствуя росту предложения рубля и, соответственно, более слабому курсу российской валюты. Геополитические отношения России с внешним миром также говорят о дополнительных рисках оттока капитала, негативно влияя на рубль. При таких параметрах наша модель дает ожидаемый курс доллара на уровне 73,5 рублей (+13%) к концу 2019 года.

ПРОГНОЗ EUR/RUB

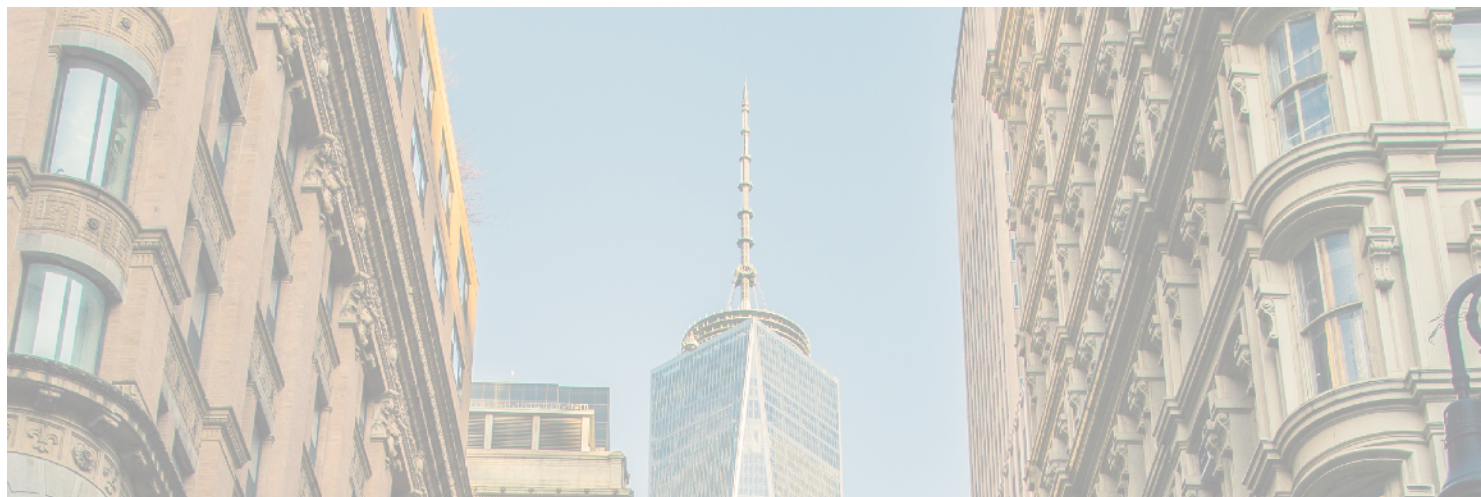
Прогноз курса EUR/RUB с доверительным интервалом



Индикаторы европейской экономики указывают на замедление роста: ВВП Еврозоны по итогам 2018 года прибавил 1,9% в годовом выражении, что является минимумом за 4 года. Индекс деловой активности PMI показывает минимальное значение с 2016 года. Инфляция без учета цен на топливо составляет 1,2%, что ниже целевого уровня в 2%.

Как и ожидалось, слабые показатели экономики заставили ЕЦБ отложить повышение ставок до 2020 года. Кроме того, глава регулятора Марио Драги заявил о возобновлении операций целевых долгосрочных кредитов для банков (TLTRO) во второй половине года. ЕЦБ дает сигнал о готовности сохранять сверхмягкую денежную политику дольше обычного, что неизбежно скажется на ослаблении евро. Мы ожидаем, что курс EUR/USD к концу 2019 года снизится с 1,13 до 1,09, евро будет стоить около 80 рублей (+8%).

Настоящий бюллетень подготовлен специалистами аналитической службы компании «ДОХОДЪ» (далее также – Компания), является интеллектуальной собственностью Компании и предназначен для использования на территории России в соответствии с российским законодательством. При подготовке бюллетеня были использованы материалы из источников, которые, по мнению специалистов Компании, заслуживают доверия. При этом бюллетень предназначен исключительно для информационных целей, не содержит рекомендаций и является выражением частного мнения специалистов аналитической службы Компании. Не взирая на осмотрительность, с которой специалисты Компании отнеслись к составлению бюллетеня, Компания не дает никаких гарантий в отношении достоверности и полноты содержащейся в бюллетене информации. Никто ни при каких обстоятельствах не должен рассматривать бюллетень или содержащуюся в нем информацию в качестве предложения о заключении договора на рынке ценных бумаг или иного юридически обязывающего действия, как со стороны Компании, так и со стороны ее специалистов. Ни Компания, ни ее агенты, ни аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые убытки или расходы, связанные прямо или косвенно с использованием информации, содержащейся в бюллетене. Информация, содержащаяся в бюллетене, действительна на момент его публикации, при этом Компания вправе в любой момент внести в бюллетень любые изменения. Распространение, копирование, изменение, а также иное использование бюллетеня или какой-либо его части без письменного согласия Компании не допускается. Компания, ее агенты, работники и аффилированные лица могут в некоторых случаях участвовать в операциях с ценными бумагами, упомянутыми в бюллетене, или вступать в отношения с эмитентами этих ценных бумаг. Компания предупреждает, что операции с ценными бумагами связаны с различными рисками и требуют соответствующих знаний и опыта.



Инвестиционная компания
ДОХОДЪ
аналитическая служба

Владимир Киселев (руководитель аналитической службы)

Марина Иванова (аналитик)

Любовь Тарасова (аналитик)

Литейный, 26
Санкт-Петербург 191028
8 800 333 85 85

www.dohod.ru

info@dohod.ru

