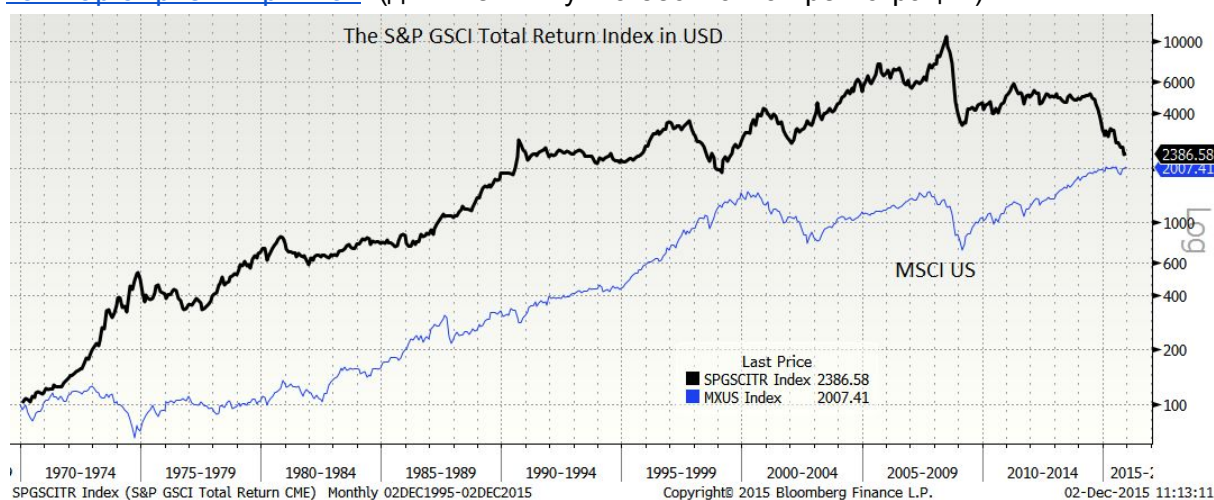




## Обзор рынков

Среда, 2 декабря 2015

- S&P 500 подскочил на 1.1%, можно сказать “Santa Rally”. STOXX Europe 600 минус 0.3%. Индекс ММВБ +0.1%. Рубль немного снизился, 66.6 руб./долл. (в понедельник закрывался 66.5). Ближайший контракт на Brent на 44.2 долл./барр., это новый минимум за последние 6 торговых дней и недалеко от минимумов ноября (43.15). До ухода на зимние каникулы ближайшие две недели должны быть богаты на события, это ФРС 17-го числа, ОПЕК в эту пятницу, ЦБ РФ 11-го, и ЕЦБ завтра (15:45 МСК). Так что отсутствие волатильности рынков не должно успокаивать.
- Поскольку сегодня нет особо новостей, обсудим тему инвестирования в сырьевые рынки. Обращаем внимание на статью И.Камински на FT Alphaville, про [“ноябрьский кошмар сырьевых рынков”](#) (для чтения нужна бесплатная регистрация).



Как инвестируют в сырье? Через товарные фьючерсы. Черная линия выше показывает доходность от инвестирования индекс GSCI ([Goldman Sachs commodity index](#)), который был введен в 1991 г., а с 2007 г. рассчитывается S&P. Он представлен 24 фьючерсными сырьевыми контрактами от алюминия и котельного топлива до серебра и живого скота. Значительный вес в нем имеет энергетика (то есть, углеводороды). На графике представлен “total return” индекс, выступающий бенчмарком для портфельных управляющих, которые инвестируют в сырье. Этот индекс предполагает, что инвестор покупает ближайшие фьючерсы в долях индекса, а с приближением экспирации переключается в следующий ближайший контракт и так далее.

Доходность от такой стратегии возникает из-за изменения цены самого сырья, а также из-за того что на англ. называется [“roll return”](#) - доходности, возникающий из-за бэквардации - типичной во времени формы форвардной кривой. При бэквардации дальнейшие фьючерсы систематически стоят дешевле, и дорожают при приближении экспирации.

На графике мы сравниваем отдачу от инвестиций в сырье, которые за показанный период оказываются доходнее, чем американские акции. MSCI US на графике - это тоже total return индекс, включает реинвестирование дивидендов. Однако оба индекса не включают транзакционные издержки. По случаю, оба индекса были нормированы 100 пунктами на начало 1970 г.

С 1970 S&P GSCI Total Return CME приносил около 12% годовых до пика в 2008. Это

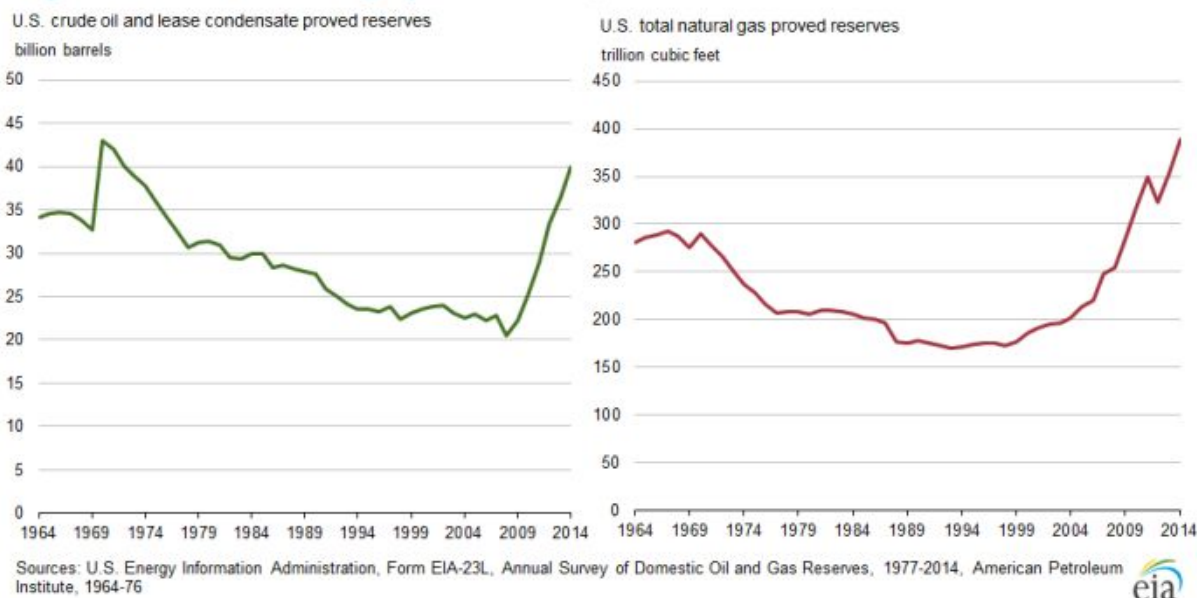
был хороший актив, позволявший диверсифицировать отдачу от вложений в акции. Даже сейчас накопленная доходность выше, чем у американских акций. Наиболее привлекательным свойством было то, что у сырья была отрицательная корреляция с акциями. Это сделало инвестиции в сырье крайне популярными в “нулевые годы”, как важный “diversifier”.

Однако с пика в 2008 г. снижение этого индекса составило 78%, что эквивалентно минус 18% годовых. Сырьевая стратегия явно сломалась. Каминска пишет, что особенно отвратительным оказался ноябрь текущего года. Вероятно, сказывается отрицательная обратная связь, когда выход одних инвесторов приводит к снижению и выходу из фьючерсов других инвесторов.

Month	S&P GSCI Total Return	Year	S&P GSCI Total Return
November 1997	-9.9%	1998	-35.7%
November 1998	-12.2%	2001	-31.9%
November 2008	-14.8%	2008	-46.5%
November 2014	-10.9%	2014	-33.1%
<b>November 2015</b>	<b>-8.7%</b>	<b>YTD November 2015</b>	<b>-26.3%</b>

- EIA (Energy Information Administration) опубликовала отчет [“U.S. Crude Oil and Natural Gas Proved Reserves, 2014”](#). Доказанные запасы нефти и конденсата в США достигли 40 млрд. барр. и достигли уровня 1972. Для сравнения - доказанные запасы Роснефти (нефть + конденсат) составляют 13.7 млрд. барр. Запасы газа в США составляют около 11 трлн. куб. м. у Газпрома показатель доказанных запасов составляет 18.8 трлн. куб. м. (и 23.1 трлн. куб. м., если добавить вероятные - 2P)

Figure 1. U.S. oil and natural gas proved reserves, 1964-2014



- Продолжается публикация финальных оценок промышленных индикаторов PMI, полученных при обработке всех анкет. [В ноябре российская промышленность](#) практически не изменилась по сравнению с ситуацией в октябре. Сезонно скорректированный Индекс Markit PMI Обрабатывающих отраслей России, который

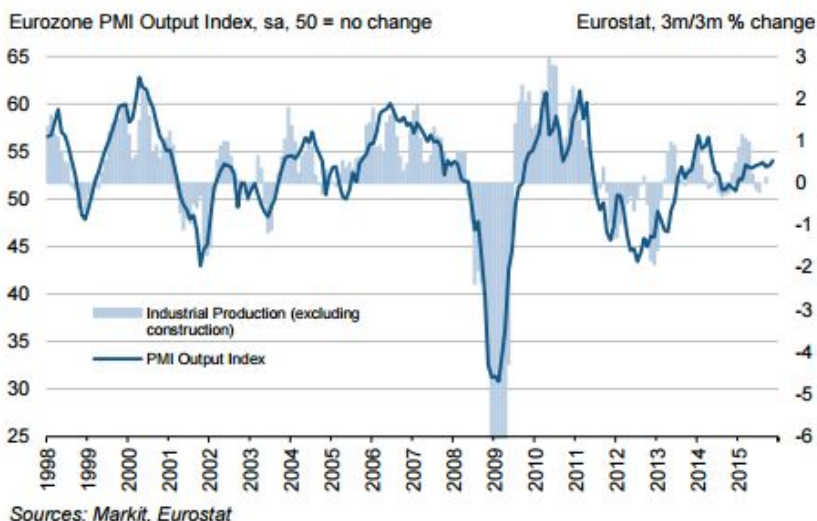
отслеживает общую конъюнктуру рынка, составил 50.1 п. в ноябре, в октябре 50.2 п. Индикатор находится чуть выше критической отметки в 50 п., что указывает на околонулевой рост. Так что ситуация в обрабатывающих отраслях стабильна, несмотря на то, что страна большую часть 2015 г. переживала нелегкие времена. В ноябре произошло очередное увеличение цен на сырье и материалы, что привело к росту средних отпускных цен, но несмотря на это темпы инфляции замедлились до четырехмесячного минимума.

### Индекс Markit PMI Обрабатывающих отраслей

50 = нет изменений по сравнению с предыдущим месяцем, с.корр.



- Восстановление [активности в обрабатывающих отраслях по Еврозоне набирает обороты в ноябре](#). Субиндексы по новым заказам и выпуску показывают максимумы за последние 1-1,5 года. Цифры PMI указывают на ожидаемый рост промпроизводства в размере 2% годовых. ЕЦБ на декабрьском заседании (завтра) может принять решение о дополнительном монетарном стимулировании, что может еще больше оживить экономику. Инфляция начинает ускоряться.



- Сезонно-скорректированный [промышленный PMI по США в ноябре замедляется с 54.1 до 52.8 п.](#) Тем не менее индекс продолжает оставаться в зоне роста с предполагаемыми темпами промышленного производства на уровне 2%. Нестабильность в мировой стабильности и сильный доллар ограничивают

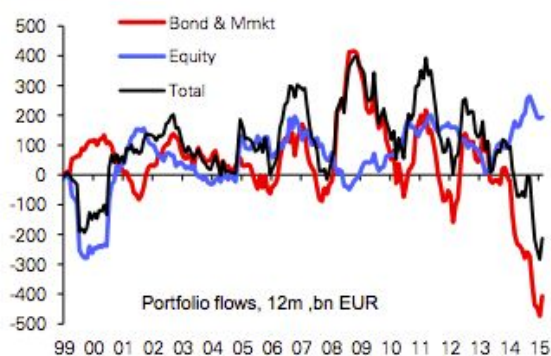
американских работодателей при расширении производства и найме новых работников. В целом в комментариях к записке состояние в обрабатывающих отраслях оценивают стабильно и не видят помех для роста ставки ФРС в декабре.

### Markit U.S. Manufacturing PMI (seasonally adjusted)



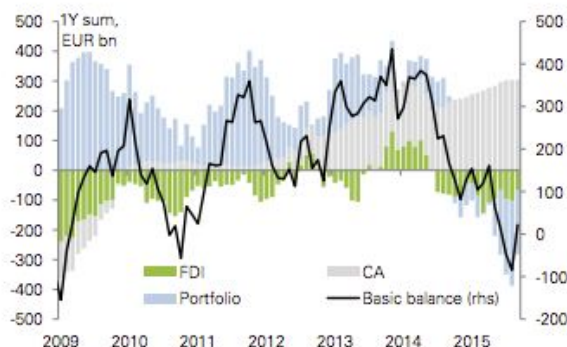
- Напоследок картинка про “euroglut” - избыток сбережений в Еврозоне, которые не находят применения и превращаются в отток капитала. Чтобы понять смысл этого, напомним формулу  $S-I=NX$ , сбережения минус инвестиции равно чистый экспорт. В первом приближении  $NX$  можно считать тождественным счету текущих операций и равным оттоку капитала  $CA$  (поскольку  $CA = NX + NIRA$ ). Подробности см. на [в статье ftalphaville.ft.com](http://v статье ftalphaville.ft.com) (график ниже - из нее) Европа переживает процесс “японофикации” (japanification) - экономической стагнации, низких ставок, оттока частного капитала и его обратной стороны - чистого экспорта. Есть некоторая надежда, что мягкая политика ЕЦБ и режим QE остановит этот процесс.

Figure 3: Record European portfolio outflows, all fixed income



Source: Deutsche Bank, Bloomberg Finance LP

Figure 4: The Euro-area basic balance has collapsed

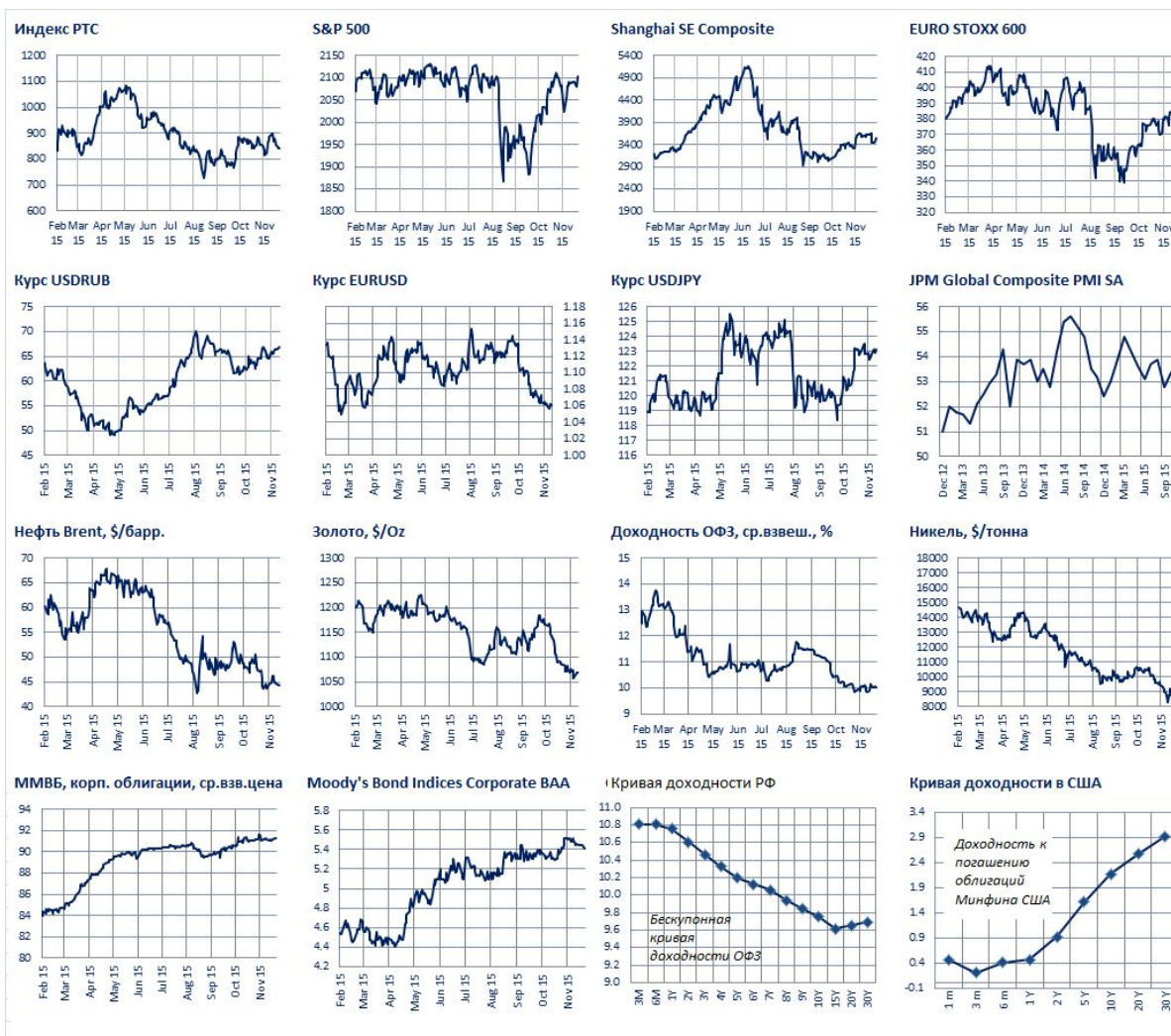


Source: Deutsche Bank, Bloomberg Finance LP





## Графики:



Лицензия на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами за № 059-09779-001000 выдана ФСФР России 21.12.2006г. без ограничения срока действия.

Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00067 выдана ФСФР России 3.06.2002г. без ограничения срока действия.

### Отказ от ответственности

Настоящая информация не является рекомендацией по купле и продаже ценных бумаг, составлена на основе публичных источников, признанных надежными, однако ООО УК «Парма-Менеджмент» не несет ответственности за точность приведенных в обзоре данных. Аналитические материалы ООО УК «Парма-Менеджмент» являются внутренними документами компании, а также имеют целью информирование ее клиентов в рамках услуг доверительного управления и паевых инвестиционных фондов. Сотрудники компании, а также сама компания может владеть ценными бумагами, упомянутыми в данном обзоре напрямую или опосредованно, что может быть причиной конфликта интересов. Инвестирование в ценные бумаги сопряжено со значительным риском, и решения об инвестициях должны приниматься инвестором самостоятельно.