

## Финансовые рынки. Вторник, 9 декабря 2014

- Нефть продолжает падать, новый минимум за 5 лет. Brent на 65.5/баррель, это минус 40% с привычного уровня ~110/баррель, который наблюдался с 2011 по 2013 гг.
- Рубль на 54/доллар. Вчера интервенций ЦБ, похоже, не было (а в пятницу были)
- РТС на новом минимуме с 2009 года, ниже 900 п. Вчера обвалился на 4.2%, рекордное падение за день с марта.
- Продолжается обвал длинных ОФЗ, вчера они достигли 13% годовых (курсовые потери минус 10% за 2 дня).
- Правительство и ЦБ что-то делают, чтобы снизить неликвидность в банках. Так ЦБ вчера выдал 500 млрд руб. под нерыночные активы, спрос 675 млрд. руб, ставка 10.16%, на 3 мес, заявки были от 30 банков.  
15 декабря валюту будет размещать Минфин. Месяц назад было размещение 1.71% годовых, на 2.1 млрд. долл. -- очень маленький объем.
- Премьер-министр Д.Медведев поручил Минэкономразвития совместно с Банком России до 20 января 2015 года принять необходимые меры по докапитализации системно-значимых банков, говорится в сообщении на сайте правительства.

Вчера мировые рынки акций упали. S&P 500 и STOXX Europe 600 оба показали минус 0.7%. В лидерах падения вчера были акции, связанные с нефтегазовым бизнесом. Так, Halliburton вчера упал на 4%, минимум с начала 2013. ConocoPhillips потерял 4%. Petrobras (Petroleo Brasileiro) обвалился на 6%. Причина, понятно, - нефть.

Не удивительно, что российские активы вчера также понесли потери. Так, "Газпром" потерял 4% (в рублях), а долларовые котировки Роснефти снизились на 3.5%.

Вчерашний обвал индекса РТС оказался самым большим по масштабу дневным падением с момента присоединения Крыма. Падают облигации по всему спектру, что может отражать напряженную ситуацию с банковской ликвидностью. Недостаток ликвидности возникает не только по причине действия ЦБ РФ, но и из-за того, что российские банки переходят в "оборонительную позицию", желают иметь больше остатков на коррсчетах, опасаясь набега вкладчиков и просто из-за предосторожности. Падение рубля сдерживаются неликвидностью, которая замораживает кредит. А также тем, что ЦБ РФ показал, что при курсе 54 и выше он начинает выходить на рынок и продавать валюту.

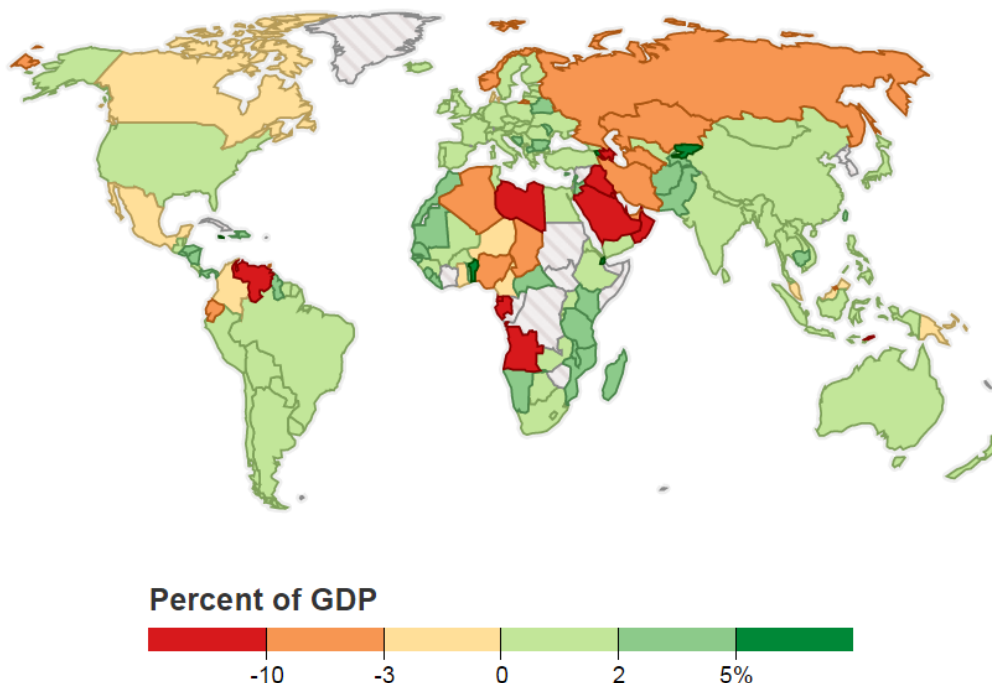
Вчера цены на нефть показали новый минимум за 5 лет, а Brent снизился до 65/баррель. Новостных поводов для такого снижения мы не видим. Тренд на снижение сохраняется по причине недостатка спроса в мире по сравнению с избыточным предложением. Считается, что перекоп (избыток) предложения составляет около 1 - 2 млн. барр. в день.

Если месяц назад многие наблюдатели ждали, что дешевая нефть - это временная ситуация, то сейчас довольно много комментариев, что дешевые цены будут сохраняться месяцы и, даже, годы.

[WSJ публикует](#) обзорную статистику, как выигрывают и проигрывают страны от снижения цен на нефть.

## Oil's Fall: Winners & Losers

As crude prices plunge to a five-year low from above \$108 a barrel in June, oil importers will save on their energy bills while exporters will lose revenue. Here's the annualized value of those gains and losses, expressed in percent of GDP:



Source: Rhodium Group, EIA and IMF

Created with [Datawrapper](#)

Для России случившееся снижение цен на нефть в пересчете в годовом выражении означает потерю порядка 100 млрд. долларов экспортных доходов (в 2013 экспорт был 593 млрд.), а это составляет около 5% от ВВП. Зато для стран, вроде Киргизии, с неразвитой экономикой снижение нефти приводит к росту доходов к ВВП аж на +13%.

В таблице далее мы приводим влияние для основных стран, в том виде как это рассчитано WSJ. Для уменьшения объема отфильтрованы страны у которых как положительное так и отрицательное влияние изменения цен нефти на ВВП меньше 3 млрд. долл. по модулю.

В левой части - проигравшие, в правой - выигравшие.

Интересные находки: влияние на экономику России в процентах от ВВП почти равно влиянию на экономику Норвегии. Большинство основных нефте-производителей из числа стран ОПЕК испытывают больше “боли” чем РФ, что можно трактовать, что “Россия - это не только нефть”.

Принято считать, что дешевеющая нефть способствует экономическому росту, поскольку оставляет больше доходов потребителям. Однако мы видели обратное утверждение, что падающая нефть снижает мировой рост. Причина в том, что страны производители нефти при низких ценах предъявляют меньше спроса на продукцию из развитого мира, так что общемировой ВВП снижается.

Country	Net oil imports at \$108.56	Net oil imports at \$71.30	Difference as a % of GDP	Difference in GDP in USD (billions)
Republic of Congo	-78.1	-51.3	-26.8	-3.61
Equatorial Guinea	-73.3	-48.1	-25.2	-3.92
Angola	-56	-36.8	-19.2	-23.89
Kuwait	-52.9	-34.7	-18.1	-31.89
Saudi Arabia	-45.9	-30.2	-15.8	-117.98
Libya	-44.5	-29.2	-15.3	-10
Azerbaijan	-42.4	-27.9	-14.6	-10.71
Oman	-40.7	-26.7	-14	-10.76
Iraq	-39.5	-26	-13.6	-31.13
Qatar	-36.2	-23.7	-12.4	-25.12
Venezuela	-29.7	-19.5	-10.2	-23.19
Algeria	-25.8	-16.9	-8.9	-18.81
United Arab Emirates	-24.9	-16.4	-8.6	-34.43
Kazakhstan	-23.9	-15.7	-8.2	-19.04
Nigeria	-15.7	-10.3	-5.4	-28.15
Iran	-14.3	-9.4	-4.9	-17.98
Russia	-13.6	-9	-4.7	-98.11
Norway	-12.4	-8.1	-4.3	-21.81
Ecuador	-11.5	-7.6	-3.9	-3.7
Colombia	-7.6	-5	-2.6	-9.83
Canada	-3.6	-2.3	-1.2	-22.43
Mexico	-2.7	-1.8	-0.9	-11.74

Country	Net oil imports at \$108.56	Net oil imports at \$71.30	Difference as a % of GDP	Difference in GDP in USD (billions)
Brazil	0.7	0.5	0.2	5.48
United Kingdom	0.9	0.6	0.3	8.05
United States	1.6	1	0.5	90.01
Switzerland	1.6	1	0.5	3.54
Australia	1.7	1.1	0.6	8.67
Sweden	2	1.3	0.7	3.91
Italy	2.2	1.4	0.8	15.68
Austria	2.3	1.5	0.8	3.24
China	2.4	1.6	0.8	76.94
France	2.4	1.6	0.8	23.08
Germany	2.4	1.6	0.8	30.43
Israel	3.2	2.1	1.1	3.15
Turkey	3.2	2.1	1.1	9.12
Indonesia	3.3	2.1	1.1	9.76
Spain	3.4	2.2	1.2	15.93
Japan	3.6	2.3	1.2	59.78
Poland	3.7	2.4	1.3	6.49
Philippines	4	2.6	1.4	3.71
Portugal	4.2	2.8	1.5	3.2
Netherlands	4.3	2.8	1.5	12.58
Greece	4.5	3	1.6	3.77
Chile	4.7	3.1	1.6	4.42
Belgium	4.7	3.1	1.6	8.19
South Africa	4.8	3.1	1.6	5.76
Hong Kong	5.2	3.4	1.8	4.91
India	5.3	3.5	1.8	34.36
Ukraine	5.4	3.6	1.9	3.31
Thailand	5.4	3.6	1.9	7.23
Pakistan	6.3	4.2	2.2	5.07
Korea	6.9	4.5	2.4	30.79
Taiwan	7.7	5.1	2.6	12.95
Singapore	16.9	11.1	5.8	17.3

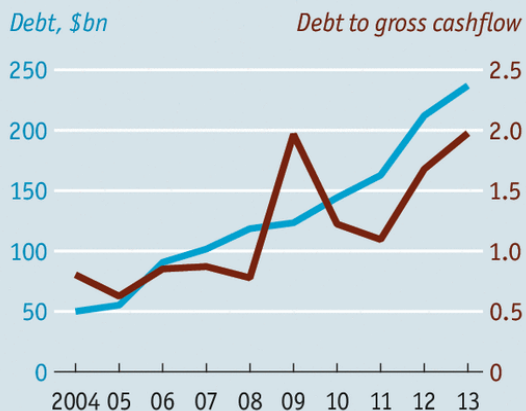
Журнал [The Economist](#) публикует статью о сланцевой нефти в США и их связи с ценами на нефть. Перечислим основные тезисы.

- Цены на нефть снизились на 40% за 6 месяцев, что позволяет “протестировать” экономику сланцевых производителей.
- Сланцевые производители пересматривают стратегию в новых условиях, а некоторые наблюдатели (например, руководство ЛУКОЙЛа) считают, что сланцевая нефть это нечто вроде пузыря.
- Низкие цены снижают инвестиции. После Азиатского кризиса в 1999 году вложения в нефтедобычу упали по всему миру на 20%. Во время финансового кризиса 2008/9 падение инвестиций составляло 10%, но потом они быстро восстановились.
- По подсчетам Sanford C. Bernstein уже сейчас остановлены долгосрочные проекты, которые могли бы увеличить мировое производство нефти на 3%. Условный уровень пересмотра - 80 за баррель, и процесс остановки проектов продолжится.
- Значительная часть сокращения будет касаться сланцевой нефти (которая “a big swing factor in supply”) в США, которая выросла с 0.5% от мирового выпуска в 2008 до 3.7% сейчас. При этом сланцевая нефть США ранее получала 20% от инвестиций в нефтедобычу в мире. С.Аравия уже заявила, что готова потерпеть дешевые цены, чтобы нарушить финансы в этой отрасли.

- Даже руководители сланцево-добывающих компаний не могут прийти к выводам насколько чувствительна отрасль к цене нефти. Глава Continental Resources заявил, что его компания будет чувствовать себя хорошо с ценой выше 50 долл. за баррель. Глава Occidental Petroleum считает, что отрасль “не здорова” при цене ниже 70 долларов.
- Неопределенность отражает разницу стоимости факторов. Скважины дают нефть и газ в разных пропорциях. Транспортные издержки сильно различаются. Дешево доставлять нефть из Eagle Ford в Техасе, но дорого с формации Bakken в Сев.Дакоте. Также различны уровни технологической “продвинутой” по компаниям.
- Два вывода. 1) Экономика компаний краткосрочно останется неплохой почти при любой цене, поскольку операционные издержки находятся в районе 10-20 за баррель. Однако добыча резко падает на скважинах, за первый год после запуска на 60-70%, а за пару лет перестает течь вообще. 2) Не ясно, сможет ли на 70 за баррель отрасль обеспечивать прибыльность для бурения новых скважин, поскольку нужно отбивать стоимость скважины (цена 8-10 млн. долл.). Оценки Wood Mackenzie предполагают, что основной “кластер” границы рентабельности находится в районе \$65-70 за баррель, предполагая, что большинство проектов уязвимо. В расчеты включены другие затраты, такие как дороги. Если цены на нефть останутся на 70 за баррель, то Wood Mackenzie ждет сокращения на 20%, но при этом производство нефти будет расти на 10% в год. При цене 60 за баррель, инвестиции упадут в 2 раза и производство нефти остановится.
- Еще одна проблема - уязвимость балансов сланцевых компаний, которые набрали долгов. Публичные компании США увеличили его в 2 раза с 2009 года, до 260 млрд. долл. (см. ниже). Это составляет 17% всего “джанкового” рынка облигаций (high-yield/ junk bonds) США. Если кредитование остановится, придется выплачивать долг за счет остановки инвестиций. Однако банкротов вряд ли будет много, хотя сейчас у некоторых небольших компаний облигации торгуются ниже 70 центов за доллар.

### A fractured balance-sheet

Leverage of US independent energy companies



Sources: Bloomberg; The Economist

- Инвестиции сокращаются. Даже на популярном “плее” (месторождении) Bakken заявления в ноябре на бурение упали на 40%.

- Даже если в сланцевой нефти случится крах, то он будет быстро забыт инвесторами, и если цены нефти восстановится, бум быстро возобновиться.

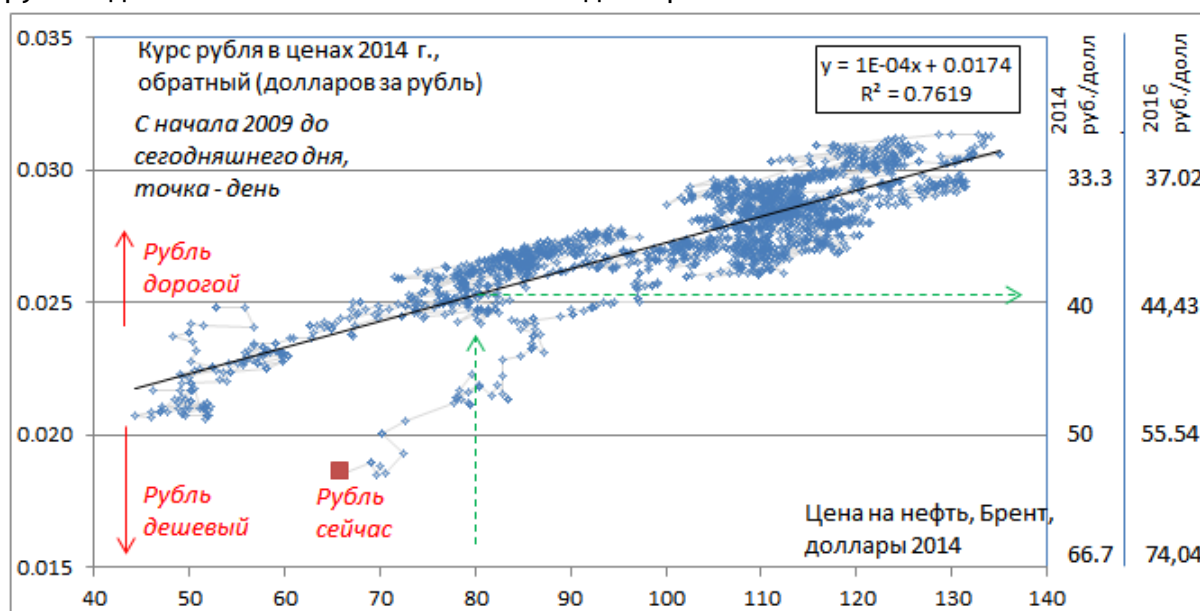
Приведем комментарий читателя к статье (без перевода).

- Apart from current oil prices the main challenge is the massive debt overhang in bonds and bank loans. The US shale oil industry has been spending about 1.5 times what it has been earning and so balance

sheets are already severely stretched at a time when sales prices are falling.

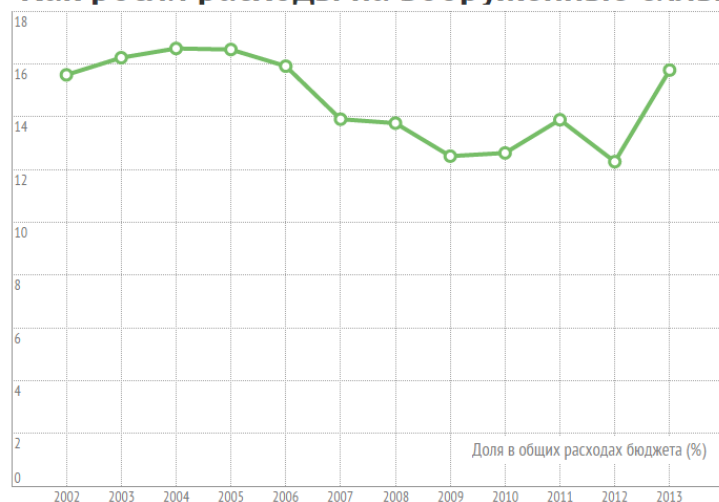
- Most companies are also carrying surprisingly large capital costs which have not yet been charged against revenues.
- To maintain production levels during 2015 some 3,500 to 4,000 new wells need to be drilled at about \$8-9 million each. That is some \$30 billion of capital spend a good proportion of which will need to be raised next year.

Мы считаем, что низкие цены на нефть не продлятся слишком долго и возврат к уровням 70+ ... 80+ за баррель крайне вероятен. Предположительно, после расплаты с внешними долгами в течение 2 лет (2015-2016) или снятия санкций рубль сможет начать восстановление. Самая правая шкала на графике показывает, какой может быть цель рубля через 2 года (в конце 2016). Но пока закрыт рынок долга он вряд ли будет расти и эта регрессионная зависимость пока не работает. Без санкций сейчас рубль “должен” был бы стоить около 40/доллар.



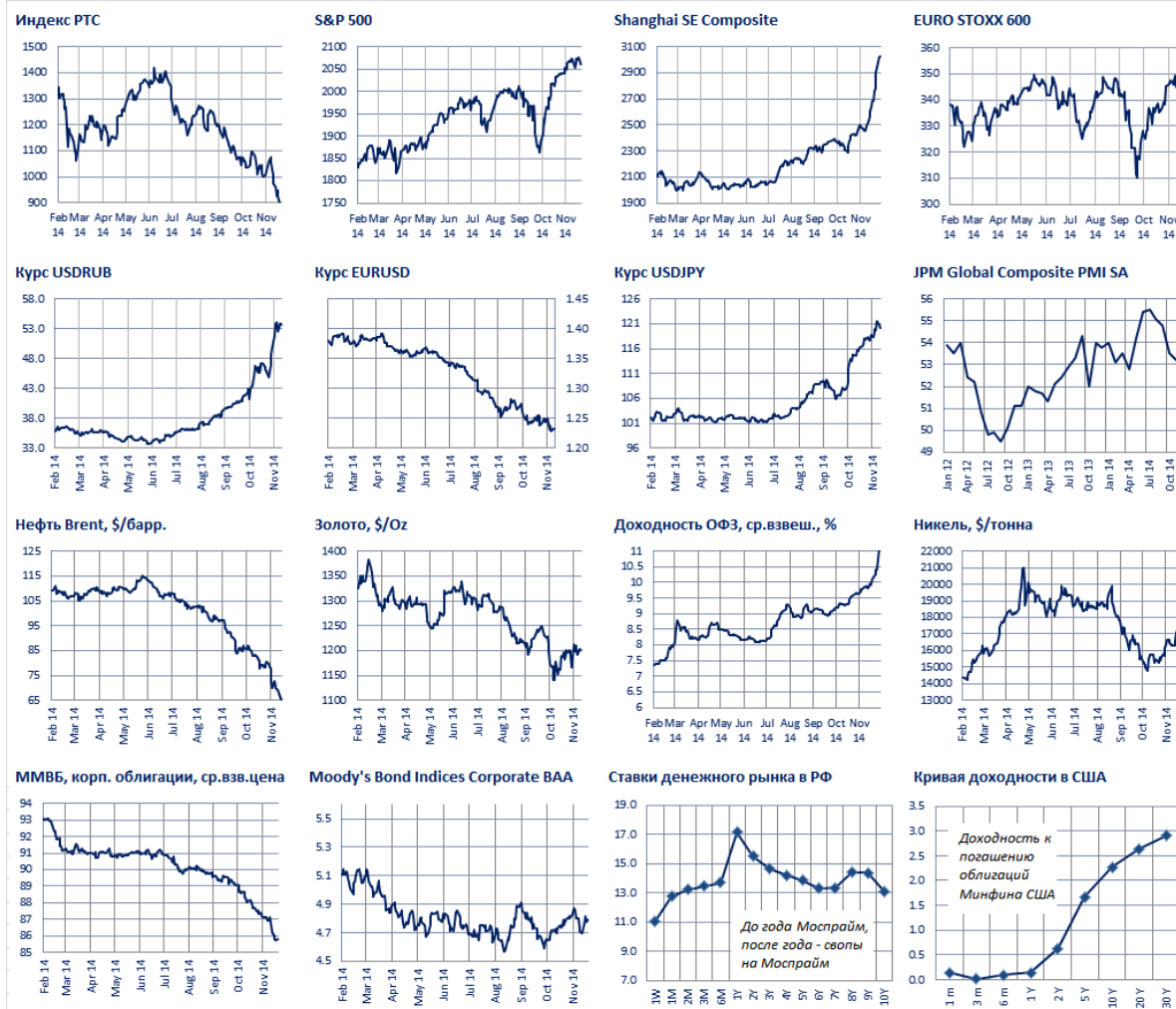
На [сайте Коммерсанта опубликована серия интересных графиков](#) по РФ. Мы рекомендуем посмотреть, а график ниже из нее показывает как изменялись расходы на вооруженные силы РФ. Не так радикально, как говорят некоторые.

### Как росли расходы на вооруженные силы





## 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.