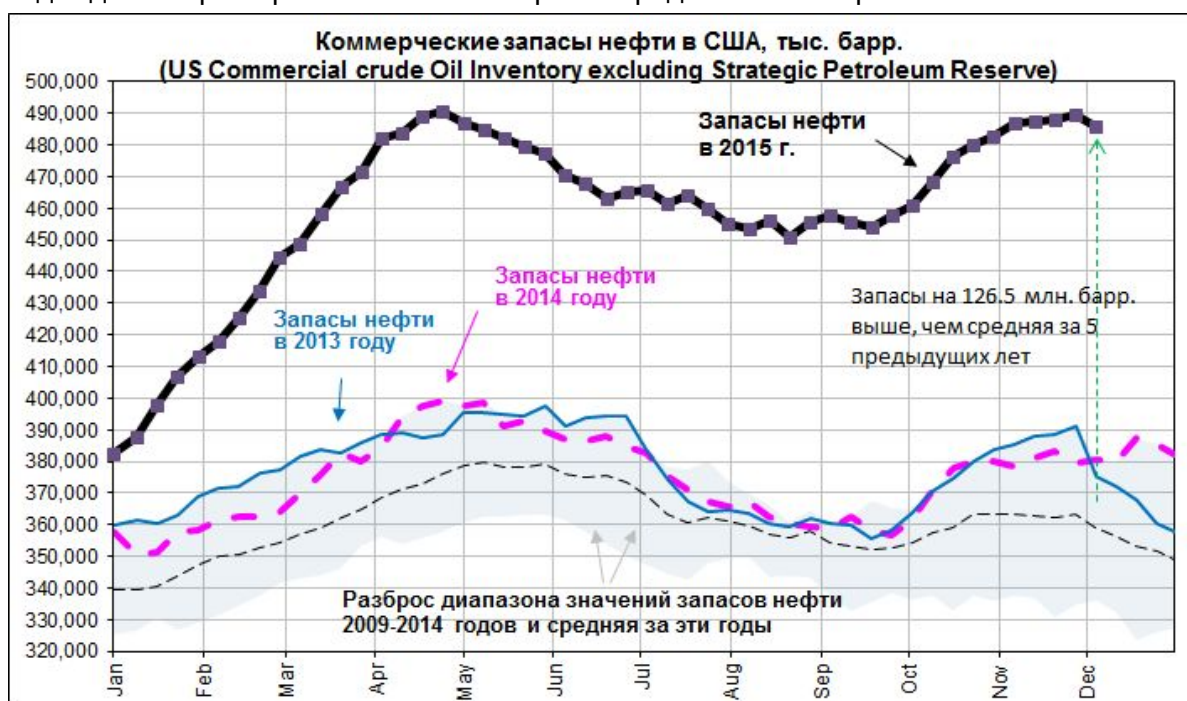


Обзор рынков

Четверг, 10 декабря 2015

- Низкие цены на нефть сохраняются, Брент вчера снова “пробивал” 40 долл./барр., но пока остается чуть выше этой отметки (40.4 на момент написания).

Вчера в США вышел (как всегда по средам) [Weekly Petroleum Status Report](#) от EIA, коммерческие запасы сырой нефти упали до 485.9 млн. барр., минус 3.57 млн. за неделю. Можно бы и сказать, что это хороший признак, потому, что на протяжении предыдущих 10 (!) недель подряд этот показатель рос. Однако в снижении уровня запасов виновата сезонность, см. пунктирную линию на графике ниже, которая отражает среднее значение запасов за 5 лет (2009-2014 гг. включительно). Текущий уровень запасов на 126.55 млн. барр. больше, чем данная средняя. А неделю назад разрыв был 126.22. Так что формальное снижение запасов не внушает больших надежд на скорое приспособление. Перекос предложения сохраняется.

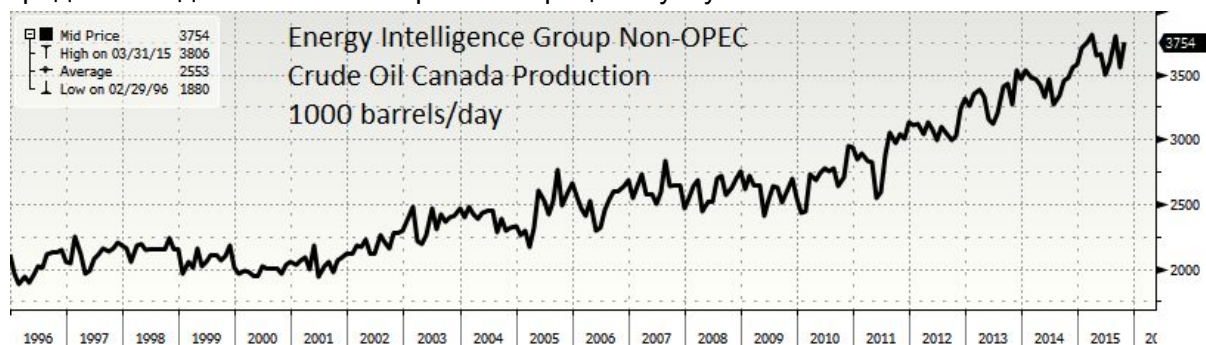


Добыча в Северной Америке является основной целью ценовой войны ОПЕК и Саудовской Аравии. Но парадоксальным образом прошедший год так и не смог значимым образом повлиять на добычу ни в США и в Канаде.



Данные по еженедельной добыче (посл. точка на графике - неделя, заканчивающаяся

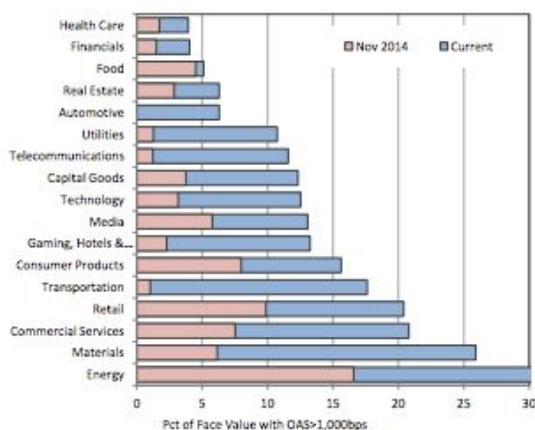
4 дек.) остается на прежнем уровне. Добыча в Канаде также находится на рекордных показателях. При этом, Канада является самым “слабым звеном” в добыче, поскольку битуминозные источники нефти (in-situ/[SAGD](#) и экскавационные методы) имеют самые высокие “кэшевые” операционные издержки. Однако закрытие добычи из нефтяных песков и последующее возобновление, если позволят цены, сопряжено [с существенными издержками](#). Поэтому канадские производители продолжают добывать несмотря на операционную убыточность.



Похожая история со сланцевыми производителями в США. Некоторые компании слишком перекредитованы, и играют в “resurrection game” (игру на воскрешение). Но даже нежизнеспособные сланца вынуждены бурить, чтобы добывать, чтобы получать доходы, чтобы выплачивать проценты по долгам. Это может отчасти пояснять жизнеспособность сланца.

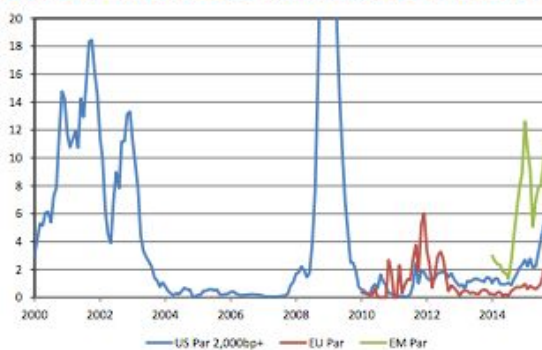
Следующий график из [публикации ftalphaville.ft.com](#) по мотивам аналитики DB показывает, что доля стрессовых долгов (спрэд дефолта больше 1000 б.п.) в США наивысший среди энергетики, что связано с упавшей нефтью. Правый график показывает долю облигаций с “глубоким стрессом” (спрэд больше 2000 б.п.) во всем объеме “мусорных” (джанковых или [HY](#)) облигаций.

Figure 1: Sector distress ratios is US HY



Source: Deutsche Bank; Thomson Reuters

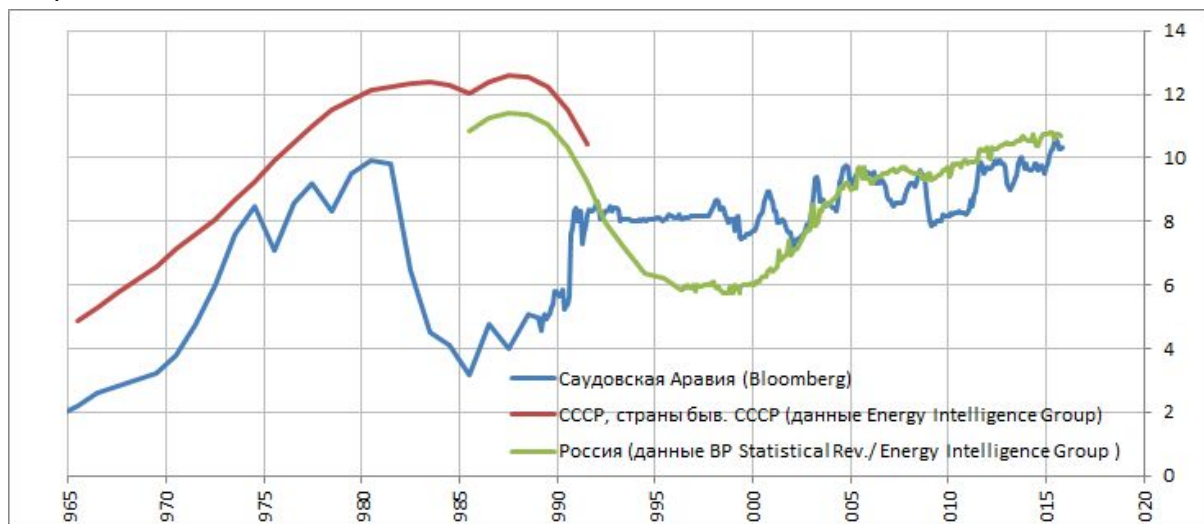
Figure 2: Deep distress: bonds trading above 2,000bps



Source: Deutsche Bank; Thomson Reuters

Еще одна потенциальная цель ценовой войны ОПЕК - это Россия. Но и она чувствует себя весьма неплохо. В ноябре страна показала пост-советский рекорд добычи, вопреки [упавшим ценам на нефть и санкциям](#). Плавающий курс, обвалившийся рубль делает Россию малочувствительной к ценам на нефть. Нефтяные компании получают достаточные доходы и в этом году увеличили объемы капзатрат и бурения по сравнению с прошлым годом. Заметим, что Россия продолжает наращивать добычу

уже много лет вопреки регулярным негативным прогнозам. Рассуждения о том, что достигнут пик добычи и начнется спад мы слышим регулярно, не меньше, чем 10 лет подряд, но все тщетно.



Итак, встает вопрос, в чем цель войны ОПЕК и не требует ли она большего давления, то есть, более низких цен? Если рассматривать прошедший год, можно предложить следующую правдоподобную историю.

- 1) Саудовская Аравия и ОПЕК сначала «урунили» цену на 60 долл. за барр. по Бренту, которая продержалась вплоть до июля 2015 г.
- 2) Летом стало ясно, что добыча в США не особенно падает, а показатели бурения сланца (rig count) стабилизировались и, даже, начали расти. Тогда картель пошел на переключение цен ниже, примерно на 10 долларов, до цен «50 минус» долл. за барр. по Бренту. Это позволило вновь вызвать сокращение инвестиционной активности, но добыча по-прежнему сохраняет стабильность.
- 3) Встает вопрос, что дальше? Будет ли ОПЕК готов держать цену на нефть на уровне 30 долларов за баррель? Смогут ли страны ОПЕК и в особенности Саудовская Аравия пройти по этому пути, поскольку они сами «чувствуют боль» от упавших доходов.



Нынешний уровень цен нефть уже достаточен, чтобы остановить целый ряд инвестиционных проектов, а 2015 г. станет вторым годом сокращения инвестиций в нефтедобычу в мире.

В оценке будущей инвестиционной активности Rystad Energy [предполагает, что во](#)

второй половине 2016 года возникнет временная ситуация, когда избыток предложения над спросом будет не таким заметным. Цитата: *“The key driver for this growth is a rising oil price due to an expected undersupply of oil in the second half of 2016, which materializes into increased project sanctioning in a time window with still low unit prices.”*. И Rystad Energy предполагает, что рост нефти вызовет рост инвестиций и позволит стартовать некоторые проекты в 2016 году.

Это отчасти согласуется с [предсказаниями ЕИА в их STEQ](#), что к лету 2016 г. WTI подорожает с текущих “40 минус” до порядка 54 долл. за баррель, после чего снова слегка понизится до 52 к концу года. Это же предполагает, что Брент будет стоять немногим ниже 60 долл. за барр., что, заметим, в 1.5 раза дороже текущих цен. Вот прогноз [из данного отчета](#), который вышел на этой неделе. В нем явно предполагается, что текущие цены на нефть - это “дно”.

Table 2. Energy Prices

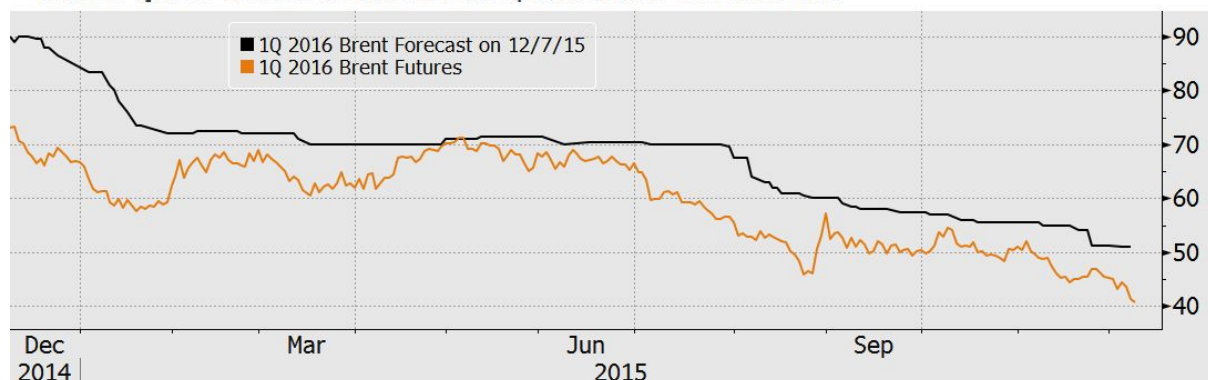
U.S. Energy Information Administration | Short-Term Energy Outlook - December 2015

	2014				2015				2016				Year		
	1st	2nd	3rd	4th	1st	2nd	3rd	4th	1st	2nd	3rd	4th	2014	2015	2016
Crude Oil (dollars per barrel)															
West Texas Intermediate Spot Average	98.68	103.35	97.87	73.21	48.48	57.85	46.55	43.59	45.61	51.38	54.00	52.33	93.17	49.08	50.89
Brent Spot Average	108.14	109.70	101.90	76.43	53.91	61.65	50.43	45.95	50.15	56.38	59.00	57.33	98.89	52.93	55.78
U.S. Imported Average	94.18	98.64	93.85	71.43	46.40	56.12	46.55	40.21	42.06	47.85	50.50	48.83	89.63	47.28	47.48
U.S. Refiner Average Acquisition Cost	97.60	101.08	96.45	73.48	47.98	57.47	48.02	42.67	44.52	50.36	53.00	51.32	92.05	49.06	49.89

Мы предвидим возражения, что прогнозисты ошибаются. Это так. Но любой, кто пробовал давать систематические предсказания должен понимать насколько непростая это задача и что ошибки неизбежны. Поэтому лучше слушать не прогнозы цены, а аргументы. Чтобы потратить тем, кто не любит аналитиков, предлагаем взглянуть на [график консенсус- прогноза](#) средней цены на нефть Брент на 1 кв. 2016 г. по сравнению с фьючерсом на Брент на январь. Куда цена - туда прогноз.

Brent at \$40

The first-quarter forecast for Brent is about \$10 above the futures contract



Source: Bloomberg

Bloomberg

ENRFO Q116 Index (InterContinental Exchange/Bren) Brent at \$40 Daily 08DEC2014

Copyright© 2015 Bloomberg Finance L.P.

10-Dec-2015 11:45:29

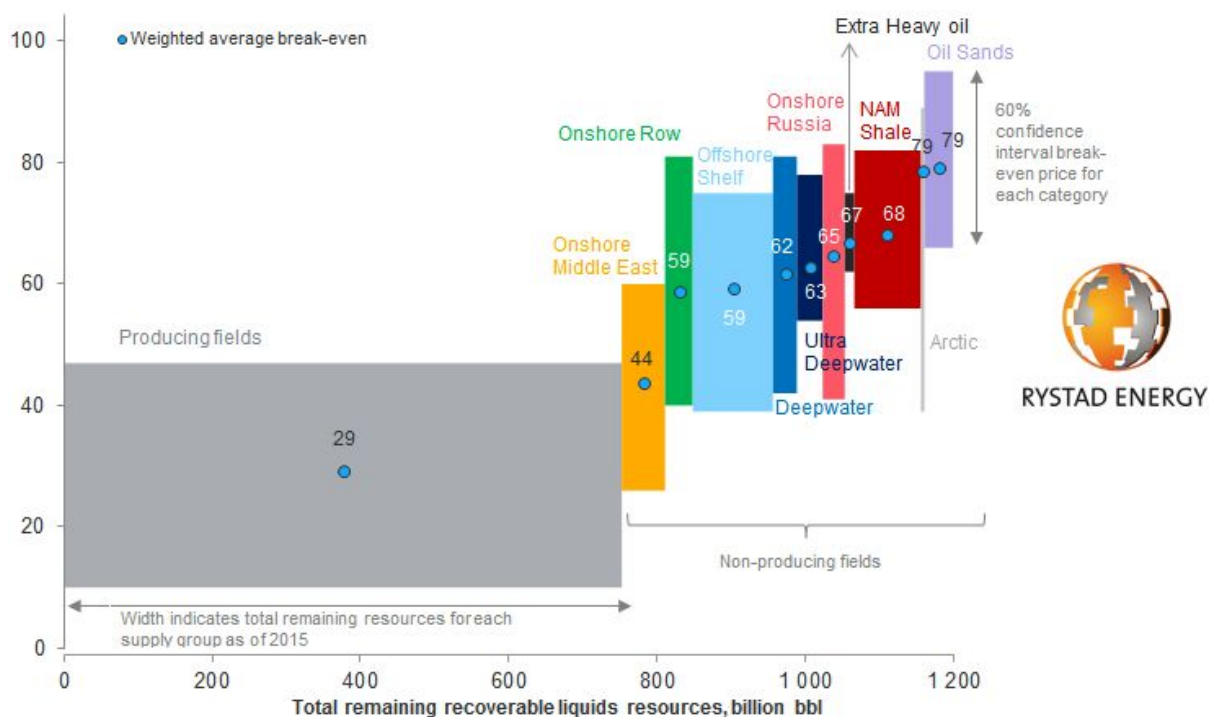
- Предсказывать развороты рынка, дно и вершины - это неблагодарное занятие, к тому же требующее достаточного мужества. Довольно трудно преодолеть в себе стадный инстинкт.

Гораздо проще предсказывать продолжение трендов. Или что завтра будет как сегодня. Тем не менее, стабилизация цен на нефть рано или поздно состоится. Уверенность в этом внушает экономический анализ, так называемых, “маржинальных издержек” - цен на нефть, при которых выгодно инвестировать в добычу. В прошлые годы, примерно с 2007 по 2013 было понимание, что эти издержки находятся в районе 60-70-80-90 долларов. Цены брента в 110 долл. за баррель периода 2010-2013 гг. были избыточными по сравнению с ними и могли считаться неустойчивыми.

“Сланцевая революция” в США привела к изменению этой кривой, создав новую реальность, снизив уровень маржинальных издержек примерно до 60 долларов. Именно по этой причине следует ожидать восстановления цен в среднесрочной или долгосрочной перспективе. Уровни в 100+ долл. за барр. маловероятны, или возможны, только как временный выброс.

Rystad Energy не так давно выпустила статью на своем сайте [Global liquids cost curve \(October 2015\)](#) в которой предлагает следующий график.

GLOBAL LIQUIDS COST CURVE*
Real Brent USD/bbl



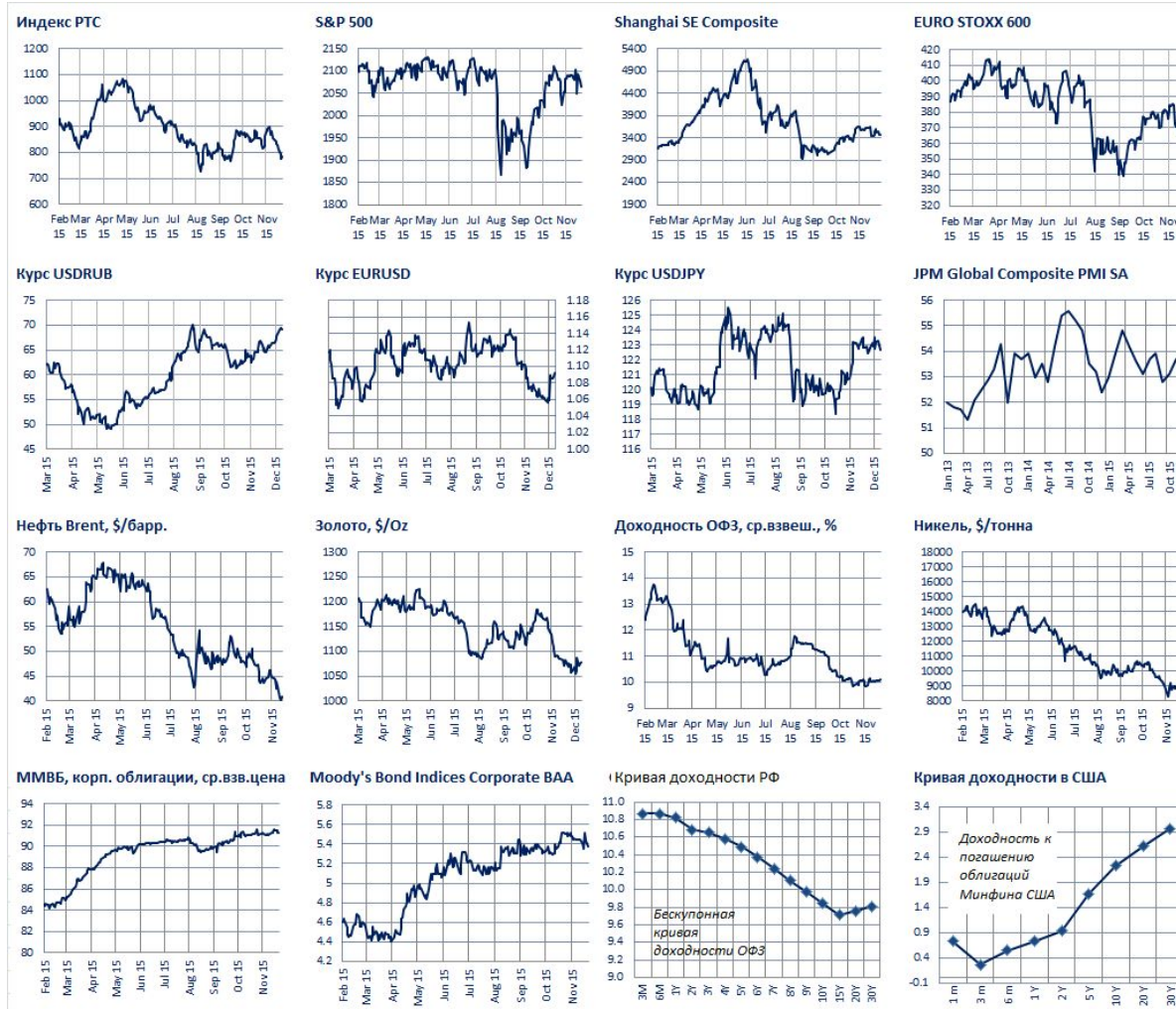
*The break-even price is the Brent oil price at which NPV equals zero using a real discount rate of 7.5%. Resources are split into two life cycle categories: producing and non-producing (under development and discoveries). The latter is further split into several supply segment groups. The curve is made up of more than 20,000 unique assets based on each asset's break-even price and remaining liquids resources in 2015. Source: Rystad Energy UCube September 2015

В нем исследовано около 20 тыс. различных активов с расчетом пороговой цены, позволяющей начать реализовывать проекты. Самые дорогие сегменты сейчас это проекты в Арктике и битумные пески, их издержки около 80 долл. за баррель. Оффшорные и континентальные проекты имеют издержки порядка 60 долл. за барр. - на этот уровень и следует ориентироваться долгосрочно.

- Вчера S&P500 минус 0.8%, за 3 дня снижения индекс вышел в минус по 2015 г. STOXX Europe 600 минус 0.4%, индекс ММВБ +0.8%. Рубль остается чуть ниже 70/долл.
- Инфляция [по данным Росстата](#) за прошлую неделю вновь разогалась до 0.2% за 7 дней. Среднесуточный рост цен декабря 0,027% по сравнению с 0,025% в ноябре. С начала года по 7 дек. накопленный рост цен 12,3%. Итак, годовая инфляция будет порядка 12.7%.
- Брокет Tradition опросил трейдеров по поводу ключевой ставки. Итак, 51 из 63 не ждут снижения ставки ЦБ. 2 ждут повышения ставки на 25 б.п. 10 ждут снижение ставки на 25-50 б.п. Всего в опросе участвовали представители 36 банков. (Блумберг). При этом Банк России заявил, что эмбарго против Турции окажет [незначительное влияние](#) на инфляцию. Большая проблема для БР, как мы думаем, это нефть и рубль.



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.