



Обзор рынков

Вторник, 15 сентября 2015

- Значимых изменений нет. Брент вчера и сегодня ночью снижался, достиг 46.5 долл./барр. - это минимум за последние 12 торговых дней, ниже текущего уровня ближайший фьючерс был в августе только 5 торговых дней. В остальном, все спокойно. Курс рубля вчера торговался ниже 68/доллар. S&P 500 минус 0.4%, STOXX Europe 600 минус 0.6%. Индекс ММВБ вырос на 0.7% и находится около максимальных отметок за последние 7 месяцев. Shanghai Stock Exchange Composite на момент написания показывал 2.5%, но это колебания в рамках предыдущих двух недель. Писать особо не о чем.
- Вчера появились сообщения, что ЕС [продлевает санкции против РФ](#) до 15 марта 2016 г., они действуют против 149 человек, 37 организаций. Основной эффект от санкций, сказавшийся на экономике - это закрытие рынка долга. Прочие меры - запреты против индивидуумов - не носят системного характера. Еврооблигации, которые выпускались российскими компаниями после присоединения Крыма, отражены в следующей таблице (мы отфильтровали выпуски больше 50 млн. долл., что исключило некоторые схемотехнические размещения, например БКС). Внешний рынок долга закрыт, и, видимо, останется закрыт еще долго.

Issuer Name	Ticker	Cpn	Issue Date	Maturity Date	Amt Outstanding	Series	BBG C	Mty Type	Curr	OAS Spread (BiModifi	
AK BARS Bank Via AK BARS Lux	AKBARS	8.000	08/06/2015	08/06/2018	350MM		B+	AT MATURITY	USD	732.61	2.51
VEB-Leasing OAO	VEBBNK	5.500	07/30/2015	07/17/2025	200MM	USP1	N.A.	PUTABLE	USD		
Koks OAO Via Koks Finance Ltd	IMHRUS	10.750	07/02/2015	12/28/2018	136.5MM		B-	AT MATURITY	USD	1,418.96	2.56
Avenir OOO	AVENRR	0.000	03/12/2015	07/10/2017	153MM	1	N.A.	AT MATURITY	USD		
Yamal LNG OAO	YAMALR	0.000	02/19/2015	02/19/2030	1.21MMM	1	N.A.	SINKABLE	USD		
Bank Uralsib OJSC Via USIB Fin	URALS	10.500	01/22/2015	07/22/2020	77.25MM		N.A.	AT MATURITY	USD		
Alfa Bank OJSC Via Alfa Bond I	ALFARU	9.500	11/18/2014	02/18/2025	250MM	regs	NR	CALLABLE	USD		3.51
Alfa Bank OJSC Via Alfa Bond I	ALFARU	9.500	11/18/2014	02/18/2025	250MM	144A	NR	CALLABLE	USD		3.51
Gazprom OAO Via Gaz Capital S	GAZPRU	4.300	11/10/2014	11/12/2015	700MM	REGS	BB+	AT MATURITY	USD	233.22	.15
Gazprom OAO Via Gaz Capital S	GAZPRU	4.300	11/10/2014	11/12/2015	700MM	144A	BB+	AT MATURITY	USD	260.21	.15
Promsvyazbank OJSC Via PSB	PROMBK	12.500	09/24/2014	Perpetual	100MM		N.A.	PERP/CALL	USD		
Promsvyazbank OJSC Via PSB	PROMBK	10.500	07/30/2014	07/30/2021	333.37MM		NR	AT MATURITY	USD	1,323.61	4.02
Gazprombank OJSC Via GPB Eu	GPBRU	4.000	07/01/2014	07/01/2019	1.37MMM	REGS	BB	AT MATURITY	EUR	632.52	3.34
Sberbank of Russia Via SB Cap	SBERRU	3.352	06/26/2014	11/15/2019	1.36MMM	REGS	BB+	AT MATURITY	EUR	485.54	3.66
ABH Financial Ltd Via Alfa Hold	ABHFIN	5.500	06/10/2014	06/10/2017	474.1MM	EMTN	BB-	AT MATURITY	EUR	557.54	1.59
Vnesheconombank	VEBBNK	4.750	05/06/2014	05/02/2017	500MM	B016	NR	PUTABLE	USD		

- [Вчера ОПЕК опубликовал ежемесячный доклад по рынку нефти](#). Картель улучшил прогноз по мировому потреблению нефти в 2015 году на 90 тыс. барр./день до 92,79 млн барр. в сут. Ожидаемый рост +1,46 млн. барр. в сут. к 2014 г. Но при этом сокращен на 50 тыс. прогноз спроса в 2016 г. до 94,08 млн. барр. в сут. Рост к 2015 г. +1.29 млн. барр. в сут.
Растущий спрос при текущих низких ценах рано или поздно приведет к стабилизации и должен повысить цены до уровня маржинальных издержек - то есть уровне цен, при котором становится выгодным вкладываться в добычу худшим производителям. На это потребуются довольно продолжительное время, если, конечно, раньше этого ОПЕК не вернется к регулированию цен.
До "нулевых" годов основной объем нефти добывался из традиционных источников - то есть, обычных месторождений на суше и неглубоком шельфе. Мировые запасы такой традиционной нефти составляли порядка 4 трлн. баррелей и половина (т.е. 2 трлн.) уже извлечены. Это была сравнительно дешевая нефть, которая имела низкие издержки извлечения (включая фонтанирующие скважины, которым не нужны, даже, насосы). Цены были низкие, порядка 20 долл. за баррель.
Вопреки утверждениям сторонников теории [peak oil](#) нефть на Земле не заканчивается.

Заканчивается традиционная нефть, но нетрадиционной еще очень много (еще порядка 4-6 трлн. баррелей). Также можно добывать нефть третичными методами из уже истощенных обычных месторождений.

С 2010 по 2014 гг. считалось, что худшими или «маржинальными» производителями стали нефтяные пески Канады и сверхглубоководные месторождения. Эти источники могут иметь издержки полного цикла (с учетом возврата капитала) на уровне 70-90 долл. за баррель. Это могло объяснять почему цены на нефть были высокими - считалось, что мир нуждается в ценах около 100 долл. за баррель, чтобы удовлетворять растущий спрос. Тогда считалось, что если цены упадут ниже, то в эти источники перестанут вкладываться и цена вернется обратно.

Но развитие технологий добычи нефти из трудно проницаемых пластов в США (так называемая, сланцевая нефть) теперь привело к тому, что именно этот источник добычи стал маржинальным. Он вытолкнул Канаду и глубоководные месторождения за пределы окупаемости. По этой причине вряд ли в ближайшее десятилетие мы увидим вложения в новые проекты канадских песков.

У сланца США границы окупаемости находятся заметно ниже. Определить ее точно сложно, поскольку разные скважины имеют разные извлекаемые объемы. Следующие цифры могут дать ощущение экономики типичной скважины. Около 12-14 долл. составляют денежные операционные издержки на баррель эквивалента, включая подготовку, транспортировку нефти, конденсата и природного газа. Цена бурения и гидроразрыва пласта - это около 6-8 млн. долл. на скважину. Это дает порядка 14 долл. на баррель эквивалента при типичном объеме извлечения (EUR) около 450 тыс. барр. из скважины. Итого, около 30 долл. на баррель эквивалента - это все издержки. Эта цифра не учитывает временную стоимость денег и быстро падающего профиля добычи. По нашим прикидкам для такой скважины 10% граница IRR близка к 45 долл. по цене WTI. Такая разница возникает из-за того, что в извлекаемой смеси углеводородов цена сбыта конденсата заметно дешевле нефти. Также как попутный природный газ не самую высокую цену - текущие 2,75 долл./MMBTU - это 15 долл. за барр. эквивалента газа. Отдельные сланцевые скважины могут выдать больше 1 млн. баррелей эквивалента, что заметно улучшает экономику, сдвигая границу рентабельности куда-то на 30+ долл. за баррель по WTI. Судя по тому, что добыча в США сейчас падает, а бурение сокращается, текущие цены уже не являются слишком привлекательными, а общая граница рентабельности сланца чуть выше.

Добыча сланца в США падала при ценах 60 долл. за баррель начиная с этой весны (пик добычи нефти в США был в апреле). Это может пояснять почему глава "ЛУКОЙЛа" Вагит Алекперов вчера выражал уверенность в том, что цены на нефть в перспективе вырастут до \$65-90 за баррель. В этом диапазоне 65 - это граница безусловной рентабельности сланца, при котором, этот источник будет явно рентабелен на широком наборе скважин, а не на отдельных, как сейчас. После того, как сланец США будет исчерпан, как источник, может прийти время глубоководных источников и канадских песков. Конечно, если не появится новый источник добычи, рентабельный при более низких ценах.

- [В правительстве обсуждают возможность продления заморозки пенсионных накоплений еще на год.](#) Рассматривается два варианта балансировки бюджета:
 - 1) Минфин предлагает сократить расходы по сравнению с теми, что были зафиксированы в июне в Основных направлениях бюджетной политики, пенсии

и социальные выплаты индексировать на 4,5%, а не на фактическую инфляцию (11,9%).

- 2) Социальный блок предлагает индексировать пенсии на 7%, а дыру закрыть накопительной частью пенсий.

Впервые накопительную часть пенсий заморозили за 2014 год и отправили в распределительную. Ранее власти свое решение объясняли акционированием и проверкой НПФов. Сейчас большая часть фондов прошла проверку и становится очевидно, что проблема в бюджете, и особенно остро она стоит в условиях текущих низких цен на нефть. Дополнительная нагрузка идет от такого фактора, как старение населения: число пенсионеров растет, в то время как численность трудоспособного падает (в советские времена 6 работников кормили одного пенсионера, сейчас ситуация иная). Постоянные блуждания пенсионной системы то в одну, то в другую стороны могут стать окончательным триггером недоверия граждан к российской пенсионной системе. Еще весной Д. Медведев решил сохранить обязательную накопительную часть пенсии. Пенсионные накопления - источник длинных денег, которые могут быть направлены на инфраструктурные проекты. Сейчас премьер-министр уже готов заморозить пенсионные накопления. Индексация пенсий на 7% раздувает базу и увеличивает будущие расходы. Заморозка накоплений и распределение их на текущие пенсии не решит проблему пенсионной системы. Замминистра финансов М. Орешкин приводит аргументы почему предложения социального блока непродуктивны и надо оставить накопительную часть: *«расходы бюджета формально уменьшатся, но из-за сокращения сбережений в экономике ровно на ту же величину придется сокращать рыночные заимствования. Если же увеличивать заимствования, это вытеснит частных заемщиков через рост процентных ставок. Тогда мы столкнемся с недополучением доходов и опять же придем к тем же остаткам резервных фондов, если не к худшим».* «Этот эффект мы наблюдали при последнем замораживании, – напоминает он. – В отсутствие внешнего финансирования он может быть значительно хуже». Мы согласны с такими доводами и одобряем вариант Минфина.

- **Напоследок:** график, сравнивающий движения реальных цен продовольствия, это пшеница и кукуруза цены фьючерсы CME, левые логарифмические шкалы. И цен калийных удобрений (правая шкала).



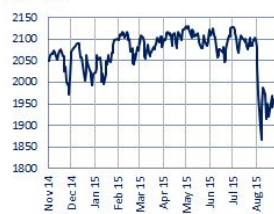


Графики:

Индекс РТС



S&P 500



Shanghai SE Composite



EURO STOXX 600



Курс USDRUB



Курс EURUSD



Курс USDJPY



JPM Global Composite PMI SA



Нефть Brent, \$/барр.



Золото, \$/Oz



Доходность ОФЗ, ср. взвеш., %



Никель, \$/тонна



MMBF, корп. облигации, ср. взв. цена



Moody's Bond Indices Corporate BAA



Кривая доходности РФ



Кривая доходности в США



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.