

Финансовые рынки. Понедельник, 15 декабря 2014

- Рубль на новом минимуме - 58.6/долл., причина - нефть, которая продолжает непрерывно падать. Ближайший контракт на [бренд](#) на эл. торгах ночью опускался ниже 61/баррель, сейчас - на 62.7/баррель.
Министр нефти из ОАЭ [заявил](#), что ОПЕК сообщил, что не будет сокращать добычу, даже если будет [40 за баррель](#). Нежелание вмешиваться также [подтвердил](#) генсек ОПЕК, хотя и считает, что цены ниже фундаментально обоснованных уровней.
- При этом растут ожидания, что правительство РФ предпринять какие-то шаги, чтобы остановить падение.
Так, Госдума обсудит возврат к обязательной продаже валютной выручки. Не ясно насколько эта мера из правительства (ЦБ заявил, что против) и насколько вероятно ее прохождение. Множество наблюдателей ожидают повышения ставок ЦБ РФ и дальше. Напомним, что следующее заседание 30 января, хотя возможны внеочередные мероприятия.
- Индекс РТС минус 3% новый минимум с 2009 года, ниже 800 п. Минимум 2009 был в районе 500 п. Обвал акций в пятницу случился по всему миру, считается, также, из-за падающей нефти.
- Роснефть [разместила](#) 14 выпусков облигаций в РФ на огромный объем - 625 млрд руб. под 11.9% годовых, на сбор заявок потребовался всего час. [ВЭБ заявил](#), что не участвовал в размещении. Вероятно, это размещение под известных покупателей, но кто купил - интрига.
- Перемирие на Донбассе, худо-бедно [сохраняется](#).
- Новости от степени закрытости западного “кредитного окна”. Напомним, что недавно Газпром смог привлечь 390 млн. € от итальянского банка UniCredit SpA. Есть сообщения, что [“ФК Открытие” смогла получить 120 млн. долл.](#) кредит от синдиката американских Citigroup, JPMorgan Chase и 6 других банков, включая европейские. Из сообщений можно понять, что сделка “Открытия” прошла под займы золотодобытчикам.

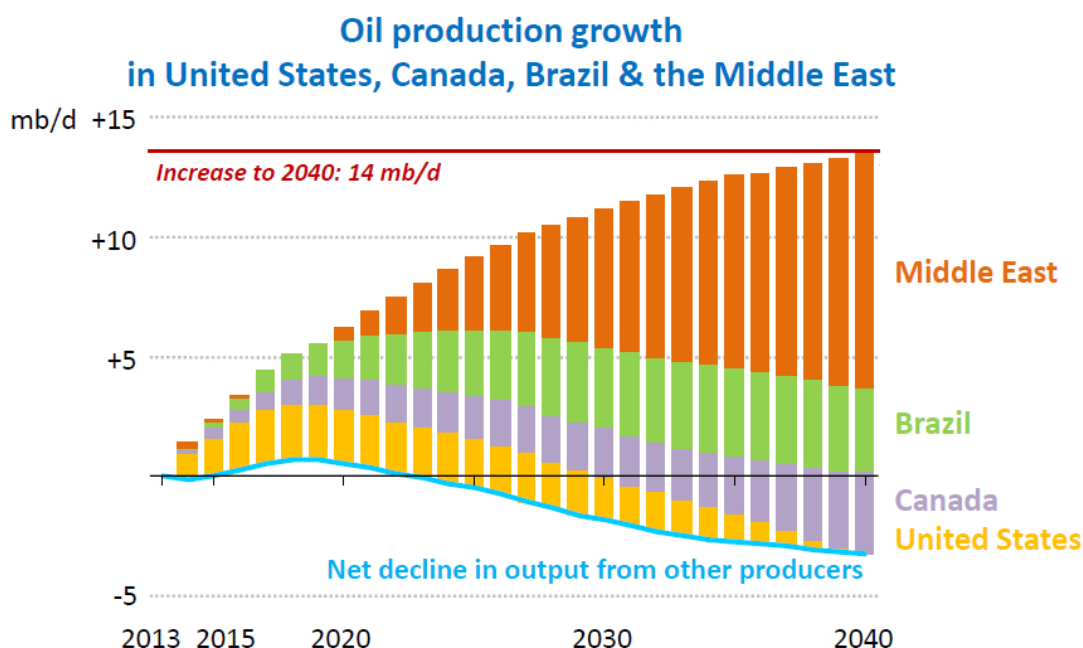
S&P 500 в пятницу снизился на 1.6%, для Штатов это сильное падение, достигнуты уровни конца октября. Движение похоже на стартовавшую очередную коррекцию. STOXX Europe 600 обвалился еще больше, минус 2.6%, прошлая неделя для этого индекса оказалась худшей за последние 3 года (-5.8% за неделю). Бразильский Ibovespa упал в пятницу на 3.7% и уже потерял 23% с начала сентября - большое падение, которое можно трактовать как “медвежий рынок” (потери >20%). Одной из дополнительных причин падения Бразилии является также коррупционный скандал вокруг Petrobras-a, а обвинения предъявлены 22 топ-менеджерам. Компания отложила публикацию отчетности на 3 квартал.

Многие на лентах новостей пишут, что “драйвером” падения являются падающие цены на нефть. Ее падение может привести к дис-инфляции, нежелательному процессу для развитых стран, от Японии до США и Европы, которые никак не могут избавиться от “ловушки ликвидности”. Суть этого процесса заключается в том, что при низких ставках экономические агенты предпочитают держать деньги, а не кредитные инструменты, что приводит к дефляции, что делает деньги еще более

привлекательными по профилю риск-доходность. Сохранение инфляции на уровне 2% является основным приоритетом ФРС, ЕЦБ, и достижение этого уровня желательно для Японии. Поэтому политика QE, видимо, сохранится еще долго, и теоретически может вновь возникнуть в США.

Инвестиции в сланцевую добычу, пожалуй, были в центре инвестиционного бума США, а сейчас около 1/5 выпущенных сланцевыми производителями облигаций попадают в категорию “distressed”.

Прогнозы в 40 долл. за баррель [становятся реальностью](#). Однако большинство прогнозистов считают, что это будет временным явлением, ссылаясь на высокие маржинальные издержки нефти. Есть, даже, противоположные прогнозы, что слишком низкие цены сейчас могут предвещать недоинвестирование и слишком высокие цены потом.

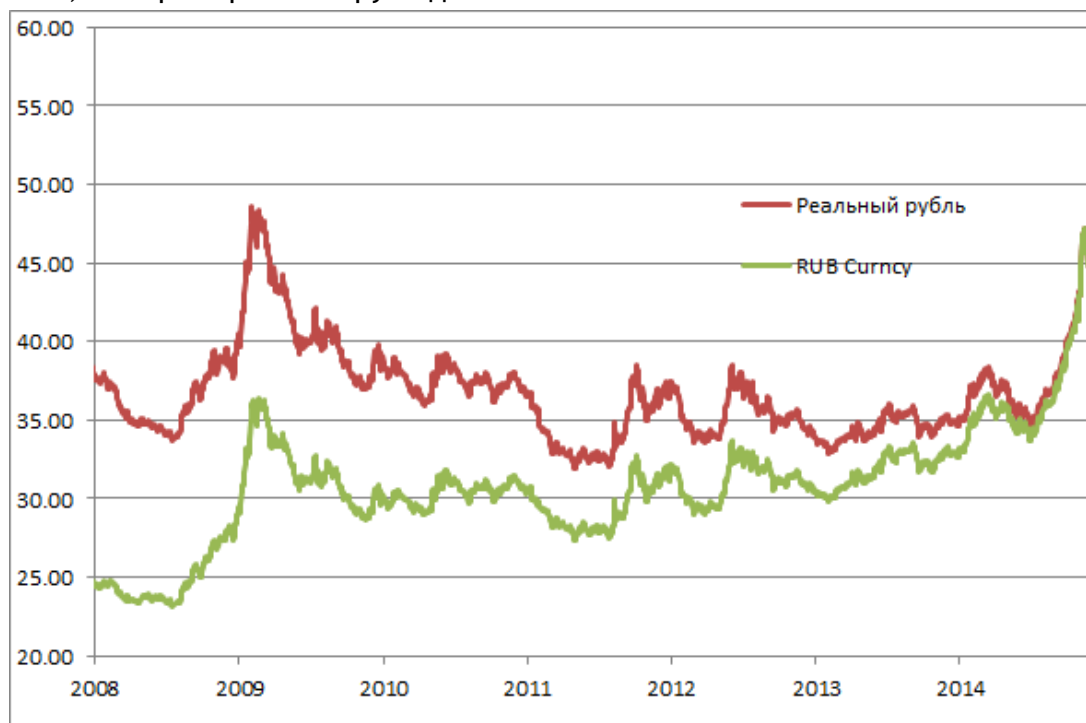


[График](#) выше - из ноябрьского отчета World Energy Outlook отчета Международного энергетического агентства (МЭА). Рост потребления нефти в мире ожидается на 37% или +15 млн. барр. в день с 2013 года. Преимущественно он будет происходить из Азии и Китая, где начинается активная автомобилизация. Производство нефти от различных производителей в мире кроме перечисленных на графике не будет расти значительно, и начнет снижаться в 2020-х (синяя линия) При этом сланцевая нефть в США начнет снижаться в добыче уже через 4 года (желтые столбики). Роль нефти Ближнего востока и зависимость от них в ближайшие годы, может и выглядит незначительной, но долгосрочно - расчет только на них (оранжевые столбики). Интересно, что МЭА подтверждает идею теоретиков “пика нефти” ([peak oil theory](#)) и этот пик прошел в 2006 году. Однако это относится только к традиционной нефти, и не учитывает рост добычи конденсата и нетрадиционных видов нефти.

“Crude oil output reaches an undulating plateau of around 68-69 mb/d by 2020, but never regains its all-time peak of 70 mb/d reached in 2006, while production of natural gas liquids (NGLs) and unconventional oil grows strongly.”

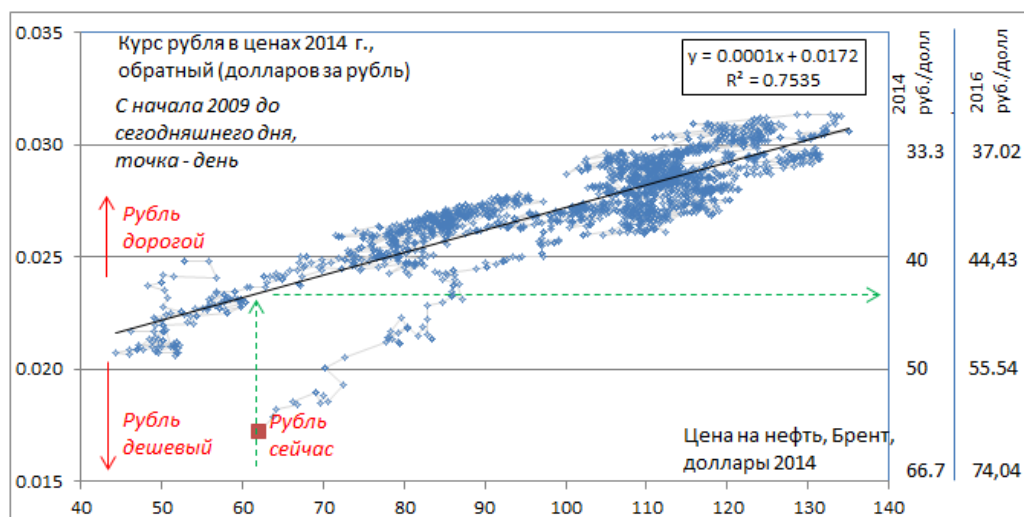
МЭА в ноябре оценивало состояние рынка нефтедобычи после падения нефти как стресс. Снижаются инвестиции в нефтедобычу и поиск месторождений.

На прошлой неделе рубль показал сильнейшее недельное падение с 1998 года, а Центробанк [не сильно сопротивлялся этому](#). Рубль сейчас обвалился куда значительнее, чем это было в 2009. Это отражает график реального курса ниже, линия кирпичного цвета. Пиковые 36.5 руб./долл. в начале 2009 в реальном выражении равны 48 руб. доллар сейчас. А 23 руб./долл., которые видели в августе 2008, это примерно 33.9 руб./долл. сейчас.

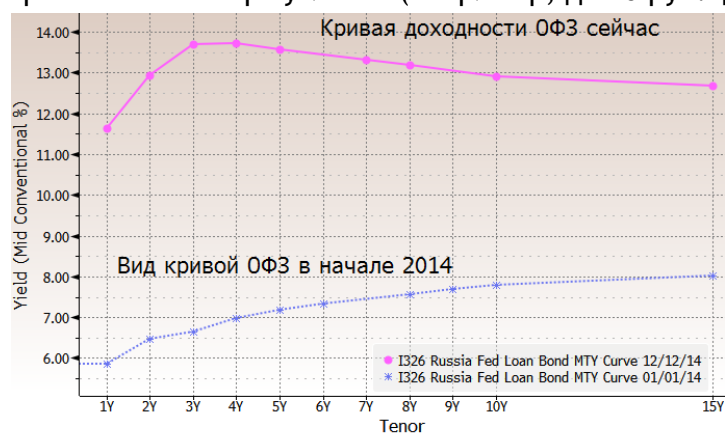


Из графика можно сделать вывод, что курс около 30 руб./долл. мы больше не увидим никогда (никогда - страшное слово, поэтому правильнее заменить его на вероятность 99.9%). Мы также думаем, что вряд ли вообще когда-то увидим номинальный курс ниже 40 руб. доллар, поскольку инфляция делает свое дело и “сносит” сопоставимые показатели все дальше и дальше. Однако возврат к реальному курсу августа 2008 или лета 2011 еще возможен, после того как закончатся санкции или РФ полностью расплатится внешним долгом.

График ниже отражает регрессионную зависимость реального рубля от нефти. Если бы не было санкций, то при текущей нефти 62 долл./баррель мы бы имели курс порядка 43 руб. /доллар. (см. зеленые стрелки на графике). Даже при ценах в 40 долларов за баррель более подходящим был бы курс ниже 50 руб. /доллар. Однако РФ живет под санкциями, которые отвлекают значительную долю валютной выручки страны на гашение долга, отбирая ее у импорта. Эта ситуация является длительной и сохранится еще в течение года-двух. Если предположить, что санкции будут вечно, то через три года весь внешний долг будет погашен и рубль “должен” вернуться к линии регрессии.



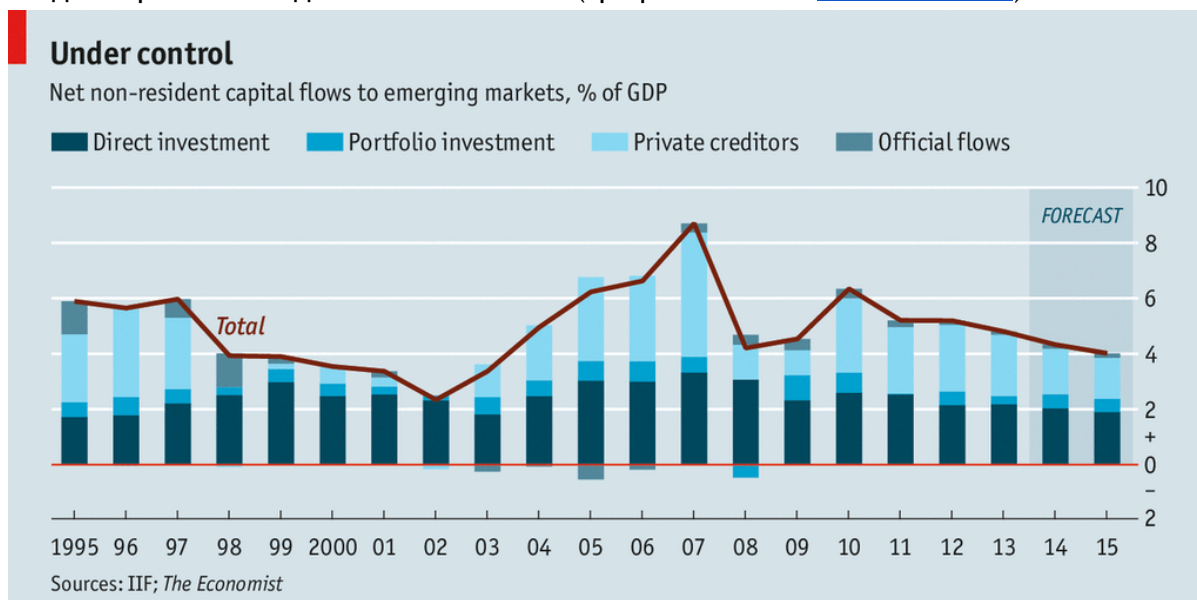
Наше предположение, что в ближайшем году РФ будет жить с курсом 50++ или 60+ руб./доллар, т.е. большая часть обвала рубля уже прошла. Мы не исключаем временного “овершутинга” (например, до 70 руб./долл.).



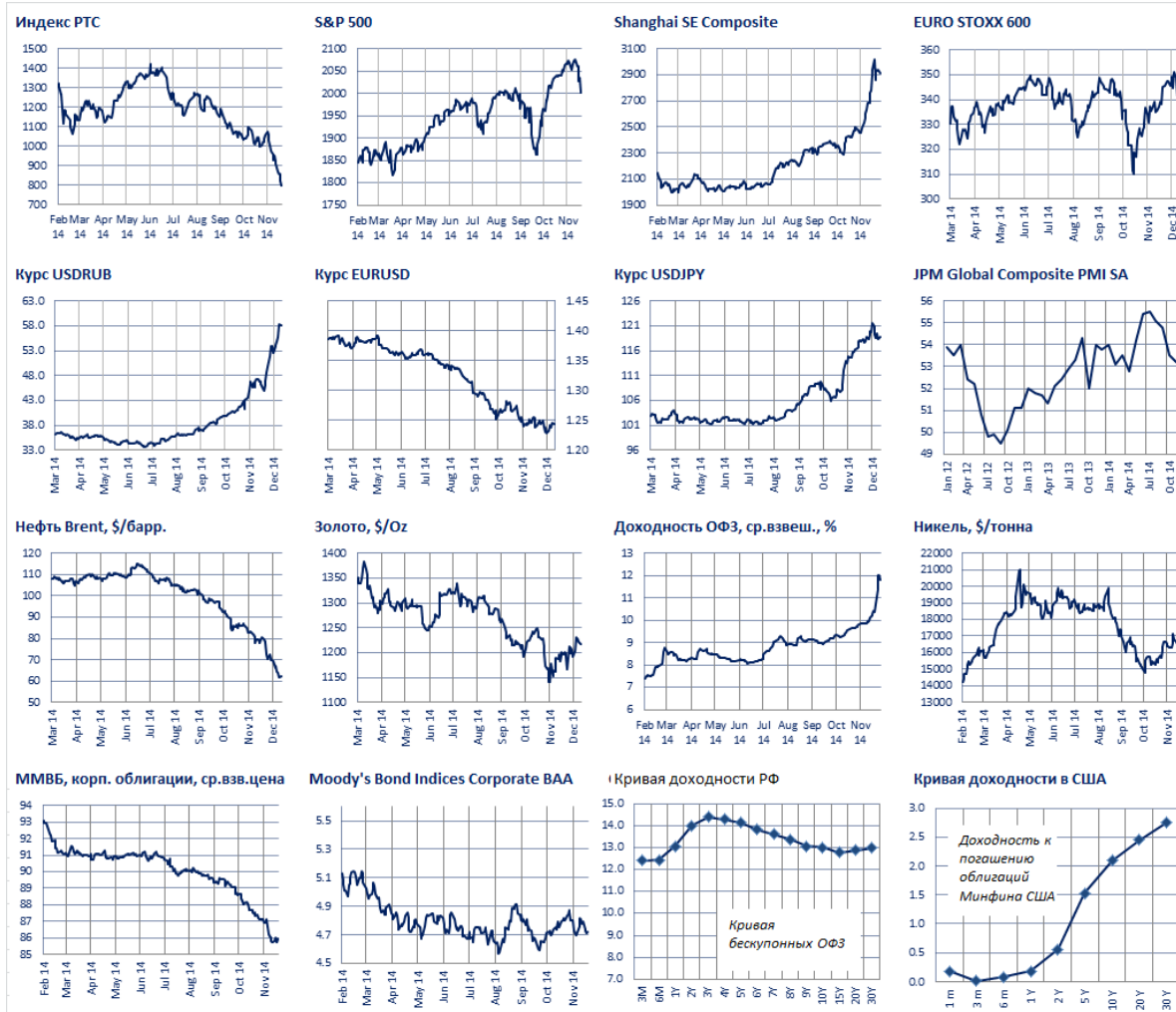
Copyright© 2014 Bloomberg Finance L.P.

15-Dec-2014 09:14:47

Между тем, кривая бескупонных ОФЗ предсказывает дальнейший рост и последующее падение ставок ЦБ. Мы также опасаемся введения, что правительство введет ограничения движения капитала (график ниже из [The Economist](#)).



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.