



Обзор рынков

Вторник, 15 декабря 2015

- S&P 500 вчера отскочил, +0.5%, разворот произошел уже ночью. Европа не смогла на это среагировать, закрылась на минимумах с начала октября, STOXX Europe 600 минус 1.8%. Индекс ММББ минус 0.7%, а долларový РТС - минус 2.1% это минимум с августа.

Курс USD-RUB вчера превышал отметку в 71 руб./долл., сейчас находится на 70.55 руб./долл. Интересно, что казахский тенге сегодня вновь “обогнал” рубль по величине падения с конца 2013 г. Сейчас [USD-KZT](#) - на 337 тенге/долл., это +118% прироста курса (то есть, рост в 2.18 раз) с этой даты. А доллар к рублю с конца 2013 изменился “только” на 114%.

- Ближайший контракт на Брент вчера показал рекорд падения на 36.33 долл./барр. Не хватило всего лишь 13 центов, чтобы достичь внутрисдневного рекорда брента в декабре 2008 года, когда было 36.2 долл./барр. Во второй половине дня цены нефти слегка “отскочили”, поднявшись ~38 долл./барр. (37.7 на момент написания).
- Мы видим много “информационного шума”, связанного с курсом рубля и нефтью. Например, [сегодня везде](#) сообщают, что [Bank of America рассчитал](#), что курс должен стоять 94 руб./долл. для исполнения бюджета РФ при цене 35 долл. за баррель. Вот таблица из РБК, содержащее данное упражнение. В тексте статьи РБК даются цифры курса “пострашнее”, например, 168 руб./долл., “для “бездефицитного бюджета”.

Дефицит бюджета при разных ценах на нефть и курсе рубля

	\$70/барр.	\$65/барр.	\$60/барр.	\$55/барр.	\$50/барр.	\$45/барр.	\$40/барр.	\$35/барр.	\$30/барр.
60 руб. за \$	-0.6	-1.3	-2	-2.8	-3.6	-4.4	-5.3	-6.3	-7.3
65 руб. за \$	0	-0.6	-1.4	-2.2	-3*	-3.9	-4.8	-5.8	-6.8
70 руб. за \$		0	-0.8	-1.5	-2.4	-3.3	-4.2	-5.3	-6.4
76 руб. за \$			0	-0.9	-1.7	-2.6	-3.6	-4.7	-5.8
84 руб. за \$				0	-0.9	-1.8	-2.9	-4	-5.2
94 руб. за \$					0	-0.9	-2	-3.12	-4.4
105 руб. за \$						0	-1.1	-2.3	-3.6
120 руб. за \$							0	-1.2	-2.6
140 руб. за \$								0	-1.4
168 руб. за \$									0

* – максимальный дефицит бюджета на 2016 год, %

Источник: BofA Merrill Lynch Global Research

Для некоторых горячих голов это выглядит практически как прогноз, хотя таковым не является (о чем говорят сами аналитики BofA, см. статью РБК). Дефицит бюджета РФ никак не управляет курсом. Да и вообще, правительство РФ никак не управляет рублем поскольку в России уже 1 год и 1 месяц рубль находится в “свободном плавании”.

Проблема дефицита - это вопрос соответствия расходов получаемым доходам.

Президент РФ В.Путин поставил политическую задачу обеспечить дефицит следующего года на уровне не больше 3%, так что при низких ценах нефти будет секвестр с тем, что было запланировано ранее. Итак, расчеты “бездефицитного” курса

при данной нефти, может, и являются интересными вычислениями. Но они никак не помогают прогнозировать будущий курс.

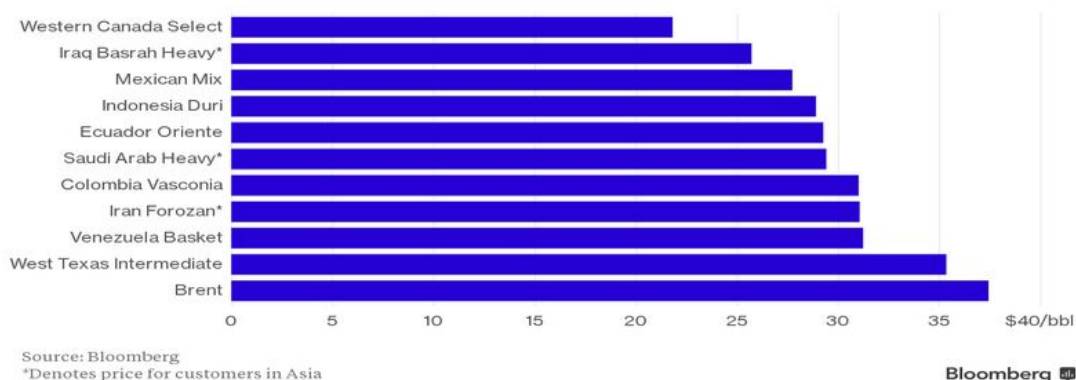
- Другая, уже довольно старая, но актуальная история подобного же содержания, что [Goldman Sachs, якобы, предсказал, что](#) нефть может упасть до 20 долларов. Это было сказано в сентябре, после чего 20 долларов за баррель кочуют по СМИ уже много месяцев и, даже, обретают новое звучание в свете текущего обвала нефти. На самом деле банк утверждал, что это [не является его базовым сценарием](#). Более того, аналитики банка не ожидали отметки 20 долларов. Вот что [пишал тогда WSJ](#): “*The bank isn’t expecting that as its base case scenario, but said “the potential for oil prices to fall to such levels...is becoming greater as storage continues to fill.”* К слову, прогноз, что нефть может сильно упасть если “бачки заполнятся” постоянно висел и висит над рынком (мы писали об этом, например, [в апреле](#) и, возможно, раньше). Так что это не новость и не анализ.

Сама цифра 20 интересная. Почему? Потому что круглая, что сразу говорит об отсутствии точности в прогнозе. И потому что где-то здесь по мнению аналитиков GS находятся “кэшевые издержки”, наименее эффективных производителей по операционным издержкам. С цифрой, мы согласны, но это относится к сланцевым производителям в США. Но для канадских нефтяных песков, уровень, видимо, выше.

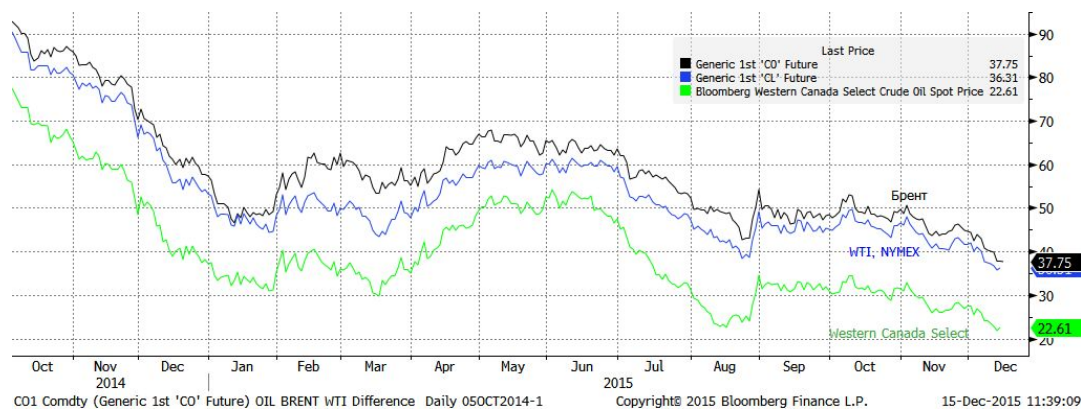
- Мы уверены, что 20 долларов за баррель, если и случится будет крайне кратковременным явлением. [Неделю назад лорд Браун](#) (тот, что возглавлял BP и ТНК-BP) заявил на Блумберг-ТВ, что долгосрочно эта цена не может быть устойчивой, однако краткосрочно может быть все что угодно: “Asked if oil could hit \$20 a barrel, Browne – who ran BP ... said in the short term nothing was impossible. He added: “In the long run, \$20 is probably wrong, but that’s as far as I’d go.”
- Вчера Блумберг опубликовал познавательную статью о том, что нефть в 35 долларов за баррель (речь о цене WTI) не отражает реальных цен и что ряд производителей уже живут с 20 долларами. График ниже показывает цены ряда сортов, наихудшее положение у канадской [Western Canadian Select](#). Это тяжелая синтетическая нефть, произведенная путем смешивания битумов с синтетической “апгрейдной” нефтью и растворителей из нефтяного конденсата. Месторождение находится [в центре Канады](#), и поэтому имеет высокую цену транспортировки до центров потребления (США). Также эта нефть имеет большую стоимость переработки из-за наличия серы.

Discount Crudes

The price of some grades of crude around the world has already fallen below \$30 a barrel to the lowest level in more than a decade.



Следующий график отражает изменение цен этого канадского сорта во времени. Канада, видимо, будет первой страной где добыча будет останавливаться.

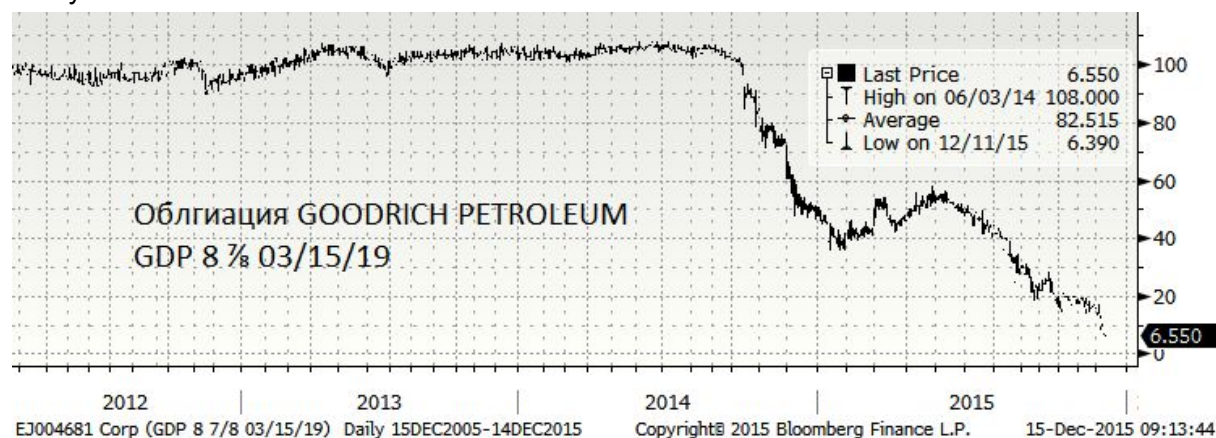


- По поводу спреда между американской WTI и Brent-ом, сегодня появились сообщения, что демократы могут настоять на том, чтобы [отменить запрет экспорта](#) нефти из США, действующий 40 лет. В настоящий момент разница между сортами составляет 1.4 доллара, хотя еще на прошлой неделе была около 3, а в феврале 2015 была около 12. Это решение будет создавать лучшие перспективы для сланцевых производителей и потенциально увеличивает будущее предложение нефти.

- Откровенно говоря, мы не можем найти причин для провала нефти именно сейчас. Значимых новостей нет. Да, долгосрочные факторы были и остаются - ОПЕК и Саудовская Аравия ведут ценовую войну с добытчиками из Северной Америки. Можно также говорить, что война идет всех против всех, с целью отвоевать свой кусок рынка, вытолкнув наименее экономических эффективных.

Но почему декабрь и почему сейчас? Да, рост запасов в мире продолжается, что говорит об избытке предложения над спросом. Формальным событием, спровоцировавшим обвал было собрание ОПЕК на прошлой неделе, но от него никто не ожидал разворота политики.

В движения может быть виновата “финансиализация” товарного рынка, а именно, наличие спекулянтов. Мы не верим в то, что спекулянты могут вызывать долгосрочные движения и тем более не верим в заговор каких-либо финансистов, двигающих рынки. Однако краткосрочно изменения позиций (repositioning), связанные с тем, что некая группа спекулянтов сделала неверные ставки и не угадала с движением может вызывать резкие колебания, наподобие случившегося на днях. В этом смысле собрание ОПЕК могло внушать надежды отдельным игрокам, и после того как они не оправдались, случилось закрытие позиций и присоединение к тренду других спекулянтов.

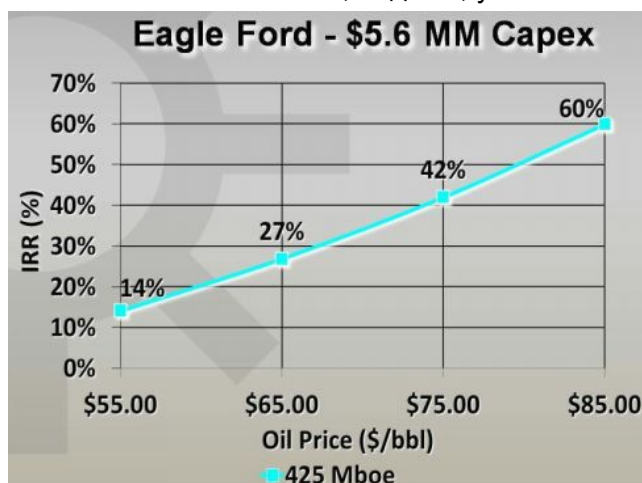


- В продолжение нефтяной темы мы подготовили небольшой обзор кредитного

состояния компаний, работающих на “плее” (play) [Eagle Ford](#).

На графике выше - пример облигации банкротящейся компании - [Goodrich Petroleum](#) (тикер акций [GDP](#)), с текущим рейтингом “выборочный дефолт” по S&P, поскольку компания с августа пропускает платежи по купонам. Цена облигаций - 6.6% от номинала говорит о том, что вероятность получить активы в процессе банкротства крайне низкая.

Ниже мы даем график из презентации [Goodrich Petroleum](#), из которого очевидно, что условный пороговый IRR находится в районе 53 долл. за баррель для Eagle Ford. Вчера WTI закрылся на 36.1 (а минимум показал на 34.5) долл. за баррель. В других зонах экономика может быть лучше. Если скважины дают большую отдачу (700 Мое, т.е. тыс. барр. эквивалента) и бурятся сразу 4 ствола из одной площадки (four well-pad), то пороговая экономика бурения составляет чуть ниже 40 долл. за баррель по WTI. Но эта компания, видимо, уже не жилец.



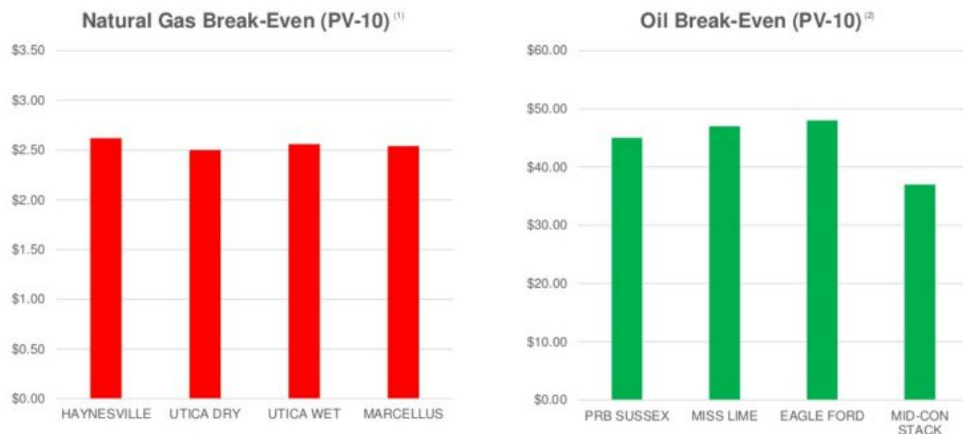
Компания [Chesapeake Energy](#) - один из лидеров нефтяного рынка. Она имеет рейтинг B2 от Moody's, ниже показано как изменялись цены облигаций от номинала. Судя по ценам облигаций, очевидно, вероятность банкротства оценивается как крайне высокая. Во всяком случае, 27% от номинала - это огромные потери.



Экономика “сланцевой нефти” (правильнее говорить: из труднопроницаемых сланцевых пород), не выдерживает текущих цен. В презентации Chesapeake Energy содержится следующий график для цен при которых бурение становится экономически неэффективным.

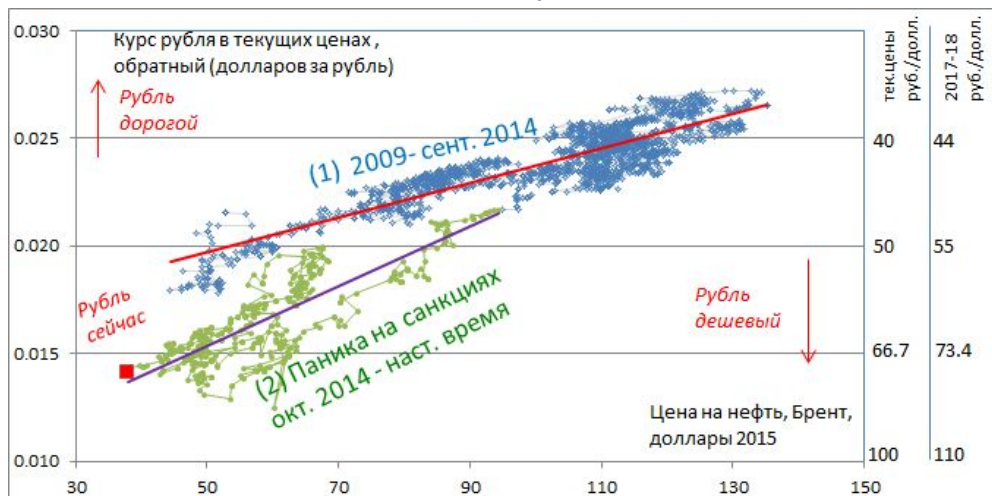
Для газа это около 2.5 долл. за MMBTU. А вчера цена газа на NYMEX опустилась до

1.89 долл. за MMBTU - кстати, это минимум с 2001 года. По цене на нефть большинство требуют уровней 40++ долл. за баррель, кроме “плеев” в середине континента (Оклахома, Техас), где возможна эффективность “40 минус”.



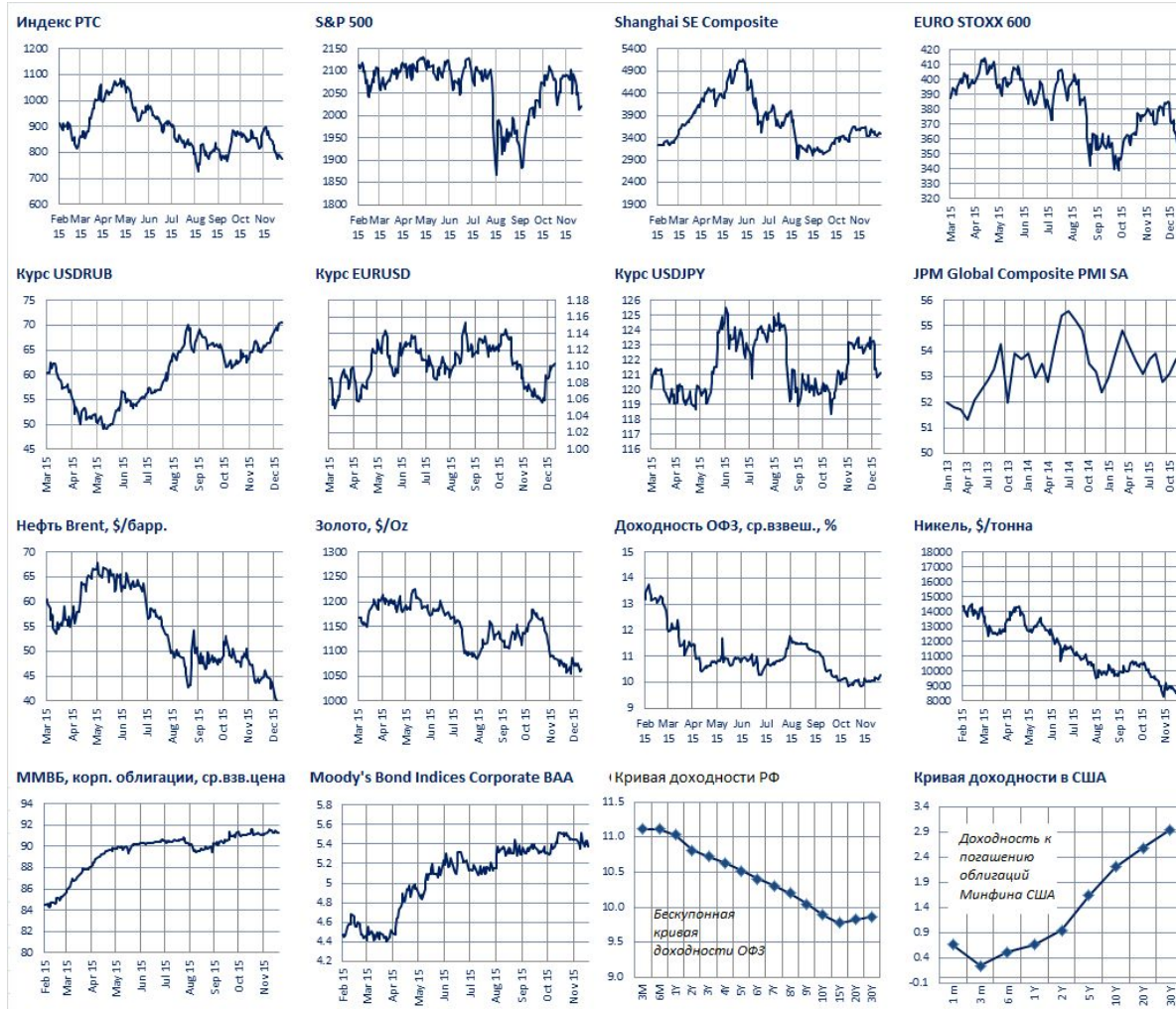
Но не у всех сланцевых производителей все так плохо. На плее Eagle Ford работает [Anadarko Petroleum](#), у нее - сейчас инвестиционная ступень рейтинга, Baa2 от Moody's. Также работает [Carrizo Oil](#) с рейтингом Moody's на уровне B1 (это “джанк”, но вполне устойчивый). [Cabot Oil & Gas Corp](#) не имеет рейтинга от “большой тройки”, однако финансовое положение - вполне приличное, доходности по облигациям 4-5% годовых. Из этого исследования можно сделать вывод - ОПЕК все-таки побеждает наиболее закредитованных сланцевых производителей, и эту часть можно назвать “сланцевым пузырем”. Однако их активы будут скуплены более здоровыми компаниями в финансовом плане и при росте цен до 50-60 долл. за барр. рост добычи в США может возобновиться.

- Вчера прошел первый из возобновившейся серии валютных аукционов РЕПО ЦБ РФ с 12-ти месячным сроком. Лимит был 1 млрд. долл., банки [взяли 201 млн. долл.](#) На 28-дневном репо из 4 млрд. долл. было взято 3.3 млрд.долл. Короткий выпуск, похоже, более популярный из-за более привлекательной ставки 2.34% по сравнению с 4.07%. Этот аукцион можно воспринимать как гарантию того, что “валюты хватит”, то есть, что Россия сможет продолжать гасить внешние долги без временного дефицита, которого опасались в прошлом году.
- Напоследок где находится реальный рубль доллар по сравнению с реальной нефтью.





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.