



## Обзор рынков

Среда, 16 декабря 2015

- Сегодня “день Ч”, ФРС собирается для того чтобы повысить ставку. Еще раз напомним, что это первое повышение за 10 лет и отрыв от нулевых значений ставки впервые за 7 лет. Финансовый рынок США является самым большим (например, капитализация акций - 37% от мировой).  
После заметного провала накануне, рискованные активы вчера отыгрывали обратно. Это еще не полноценный режим “risk on”, но уже заметный “отскок”. S&P 500 +1,1%, STOXX Europe 600 +2.9%, немецкий DAX +3.1%. Российский рублевый индекс ММВБ +2%, а его долларовый клон РТС +3%. Росли другие рискованные активы, к примеру, ETF на “мусорные облигации” [HYG вчера поднялся](#) на 1.6% (в нем около 1 тыс. бумаг). Накануне он показывал минимум, после того как потерял до 18% курсовой цены с максимума 2014 г. (с учетом дивидендов около 5.9% годовых - общие потери меньше). Также отскочили цены на нефть. Так, Brent в понедельник показал минимум на 36.33 долл. за баррель, а вчера, во вторник, днем показал максимум на 39.4 долл. за баррель. Это +8.5% прироста. На момент написания ближайший контракт был 38.3 долл./баррель (кстати, сегодня этот ближний январский контракт на Brent прекращает торги, уйдет на поставку, а завтра будет торговаться февральский, который сейчас на 38.6, то есть на 30 центов дороже).  
Курс вчера закрылся на копейки ниже 70 руб./долл.
- Эмпирические исследования финансовых рынков показывают, что волатильность [распределена кластерами](#). Говоря бытовым языком, если рынок начало “колбасить”, то его будет “колбасить” еще некоторое время. И наоборот - спокойный рынок предсказывает спокойствие. К сожалению, это не позволяет предсказать куда пойдут рынки, хотя, возможно, создает некоторую степень предсказуемости для цен опционов (цена которых зависит от волатильности). Финансовая теория также оперирует понятием “эндогенная волатильность”, что указывает на источник колебаний рынков - это когда одни участники реагируют на действия других участников, пытаясь занять прибыльную позицию. В результате возникает “шум”, хаос, так что трудно понять куда движется рынок и в какую сторону направлен тренд. Заметьте, это иное определение волатильности, не схожее с теорией эффективных рынков. Для колебаний здесь не нужна “информация”.



Изменение позиций (repositioning) способно вызывать резкие движения. Так, провал нефти в ноябре-декабре ассоциируется с ростом числа “шортов” по фьючерсам на нефть, см. черную линию. Она представляет собой данные [отчета “Commitments of Traders”](#) от CFTC по NYMEX Crude Oil Light Sweet Non-Commercial Short Contracts/Futures Only, выходит еженедельно, последняя точка - 282 тыс. контрактов. [В терминологии](#) коммерческие участники - те, кто хеджируются, а некоммерческие - это “спекулянты”). Но точно также рост нефти весной 2015 г. ассоциируется с закрытием “шортов” и это может повториться снова (при этом бурный рост нефти не является нашим базовым прогнозом)

Так и с нефтью -- факт, что она “пробила” минимумы августа, в очередной раз неприятно удивил рынки и аналитиков. Движение вниз может нефти сейчас быть также связано с repositioning-ом, когда разочарованные участники занимали положение в направлении тренда. То есть быть частью той самой “эндогенной волатильности”. Вывод из этого такой - не всем движениям рынка можно верить и не всегда торговля по тренду является правильной стратегией.

- За последний год прогнозы рынка и отраслевых прогнозистов постоянно оказывались чрезмерно оптимистическими, а реальность разочаровывалась.

1) После того как Саудовская Аравия в конце прошлого года отказалась стабилизировать рынки и начала ценовую войну с ОПЕК были ожидания, что провал будет коротким и что цена вернется ближе к 80 долл. за баррель. В начале этого года бытовало мнение, что где-то здесь находятся маржинальные издержки и считалось, что добыча Северной Америки быстро сократиться. Не тут-то было.



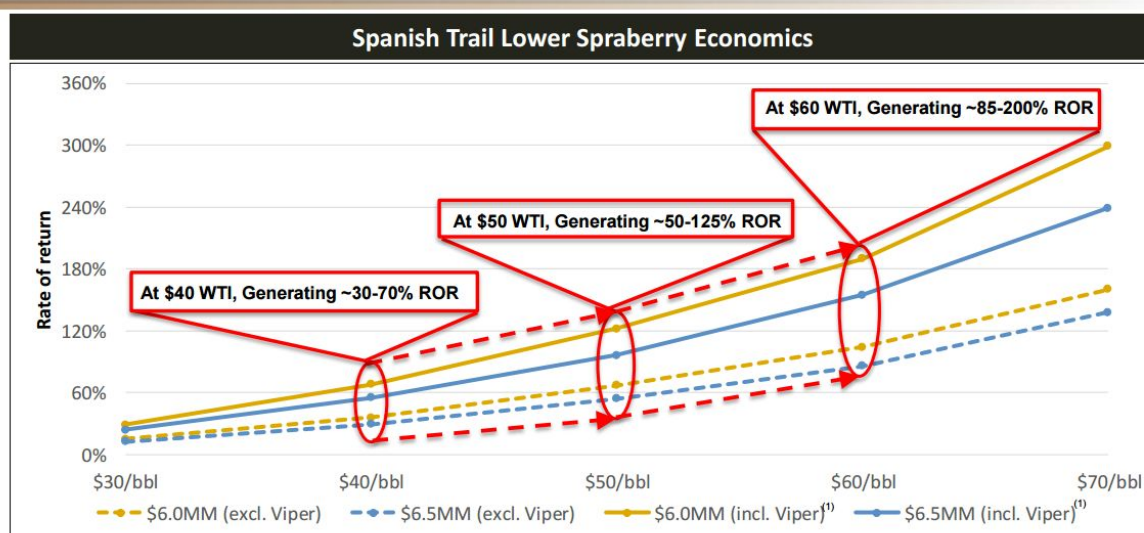
2) Цены в первой половине 2015 года, грубо, стабилизировались на 60 долларов за баррель. Но летом стало ясно, что буровая активность американского сланца перестала падать, и даже начала расти. Приходили сообщения, что в отрасли продолжается прогресс, что сланцевые скважины стали стоить не 12 млн. долларов, а только 6 млн. долларов. И что объемы извлечения из них поднялись под куда-то под 0.8 млн. барр. нефтяного эквивалента из одной “дырки”. Если раньше капзатраты в извлеченном барреле составляли, скажем 12 млн. / 500 000 барр. н.э. = 24 долл. на барр.н.э., то сейчас они стали 6 млн. / 800 000 = 7.5 долл. на барр. н.э. Кэшевые

операционные затраты составляют порядка 14 барр., так что полная операционная рентабельность стала начинаться не с 38 (24+14), а с 21.5 (7.5+14). Мы здесь, конечно, не учитываем временную стоимость и даем эти цифры чтобы грубо показать прогресс и изменение экономики.

В ответ ОПЕК пошло по новому раунду снижения цен и с августа цены установились на уровнях 50 минус, в очередной раз “разочаровав” прогнозистов и трейдеров.

Вот пример [из презентации](#) Diamondback Energy (включающая результаты дочки Viper Energy Partners LP). Это чувствительность скважины с длиной подземной горизонтальной части 2.3 километра при разных ценах на нефть. Даже при 40 долл. за баррель экономика слишком замечательная, чтобы от нее отказываться.

### Resilient Lower Spraberry Economics in Spanish Trail



- ◆ Ryder Scott's Lower Spraberry EUR at Spanish Trail is 990 Mboe
- ◆ 65-75% of activity in Spanish Trail this year will target the Lower Spraberry
- ◆ Viper ownership significantly increases rates of return
- ◆ Breakeven prices below \$30/bbl WTI

3) Является ли текущий провал еще одной “ногой” такого разочарования и переходом на новые пониженные уровни? Есть большая вероятность, что - да. Очень похоже, что базовым сценарием становится “40 минус”, по крайней мере некоторое время. Однако отрицательные сюрпризы не могут продолжаться вечно. Реакция стороны продолжения тем сильнее, чем ниже цена. Вот цитата из Блумберг, которую вчера [перепостило](#) Международное Энергетическое Агентство.



**“More than one-third of the global oil production is not economical at these prices.**

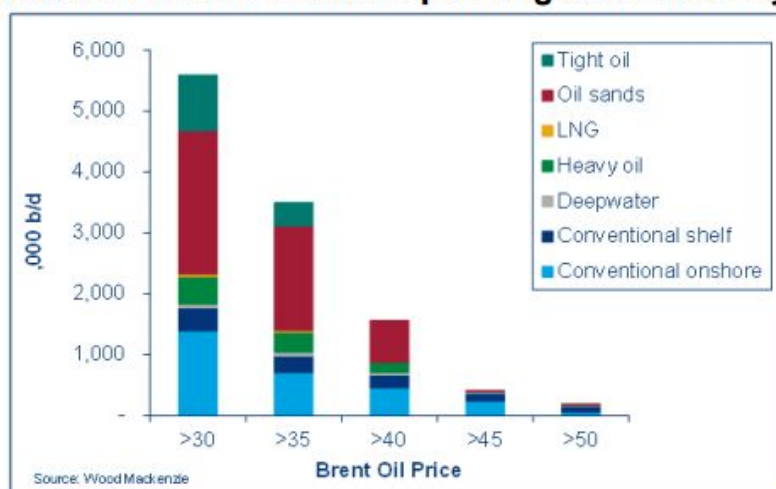
Ehsan Ul-Haq

Senior Consultant, KBC Advanced Technologies Plc

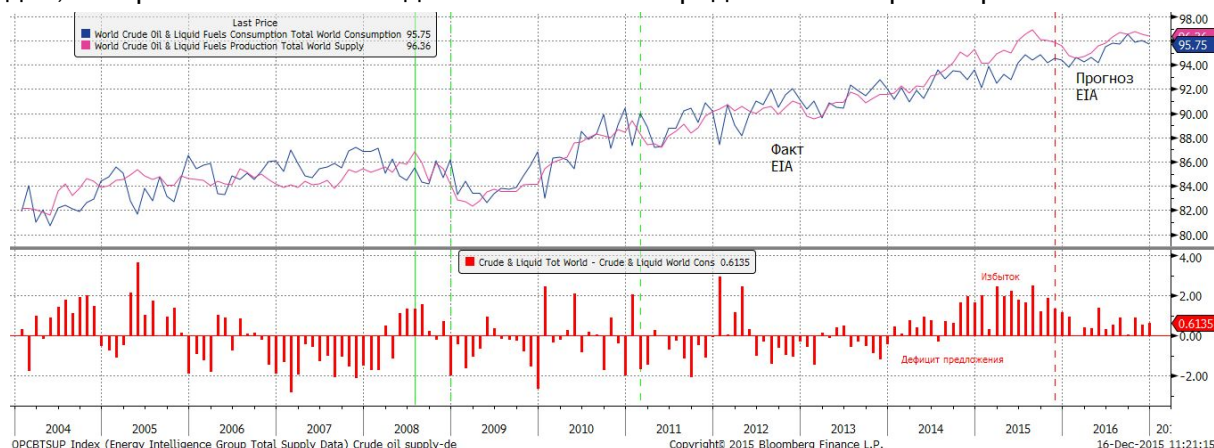


Мы не считаем, что нефть направилась на уровни 20 или 30 долларов, про что [сейчас говорят](#) многие. Показательным является следующий график [ожидаемого сокращения добычи](#) в зависимости от цен.

### Oil production volumes below operating cash cost - by type



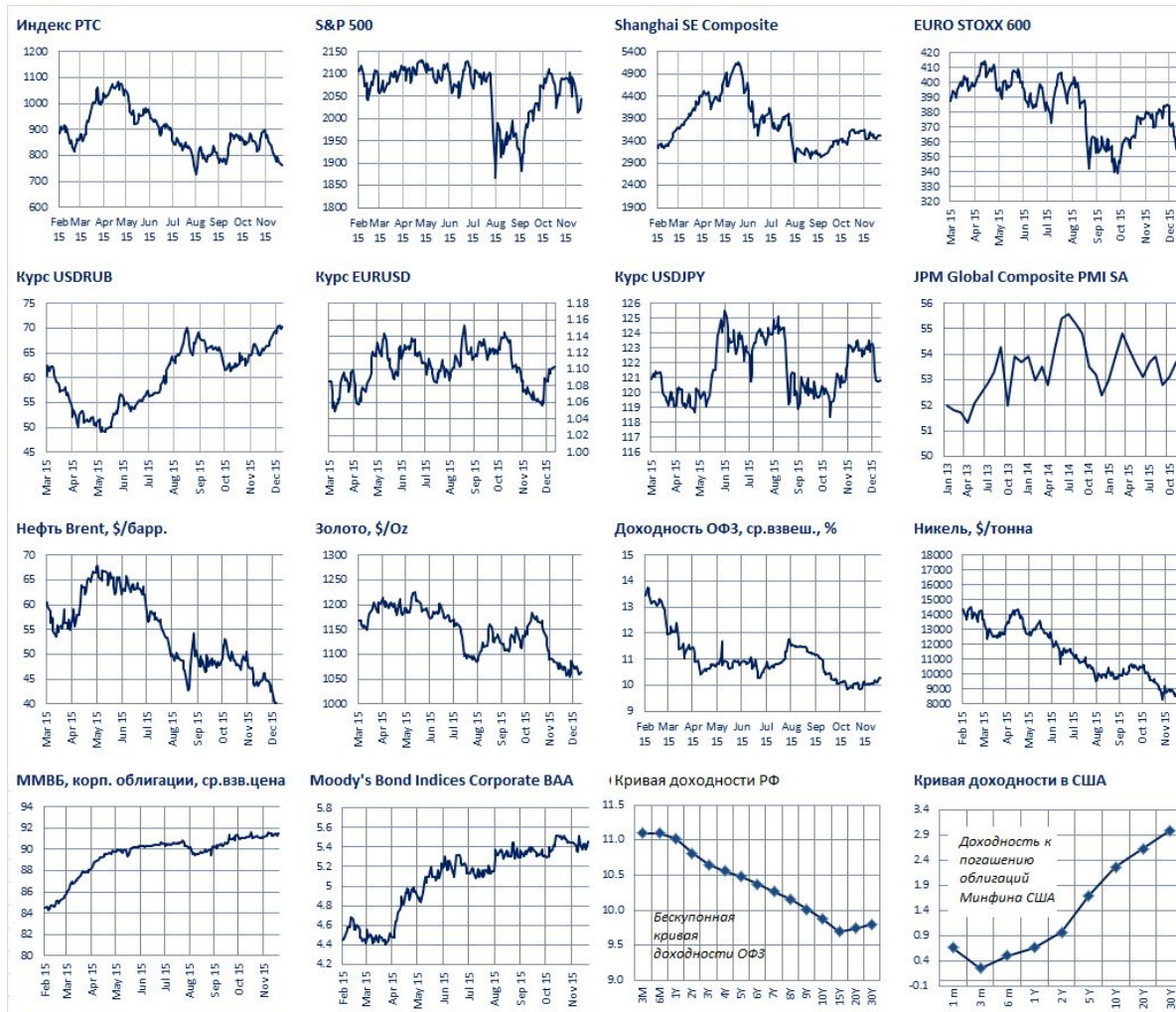
Если при ценах 50 и 60 долл. за баррель становились нерентабельными инвестиции в новые проекты, то при ценах в 20 или 30 долларов будут закрываться действующие источники, прежде всего нефтяные пески Канады, но не только они. Итак, нефть на дне, в широком смысле - мы даже не пытаемся предсказывать траекторию.



Перекося спроса над предложением нефти сейчас не так велик, как был в 2015, свет в конце тоннеля виден. Это не означает роста нефти, но может означать конец падения.



## 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.