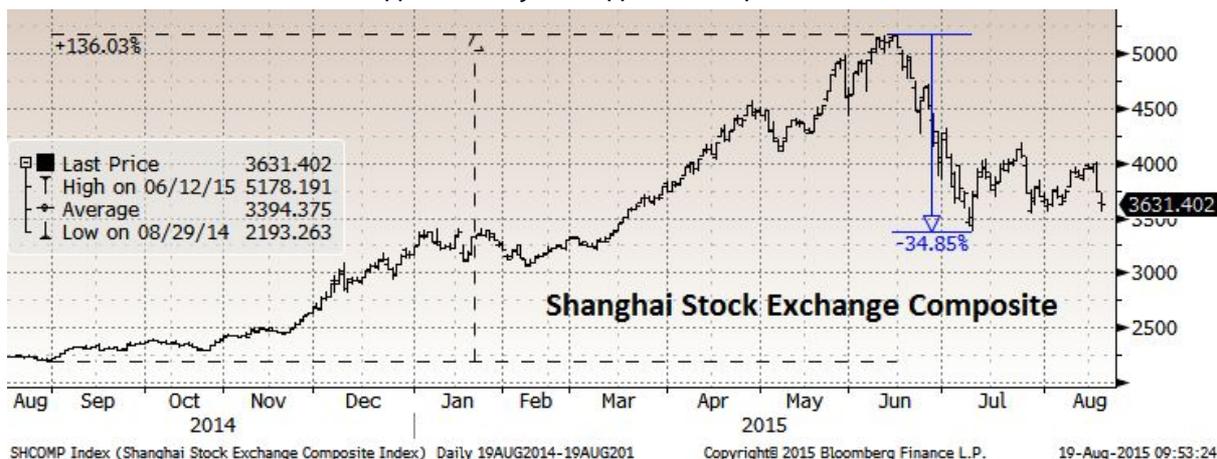


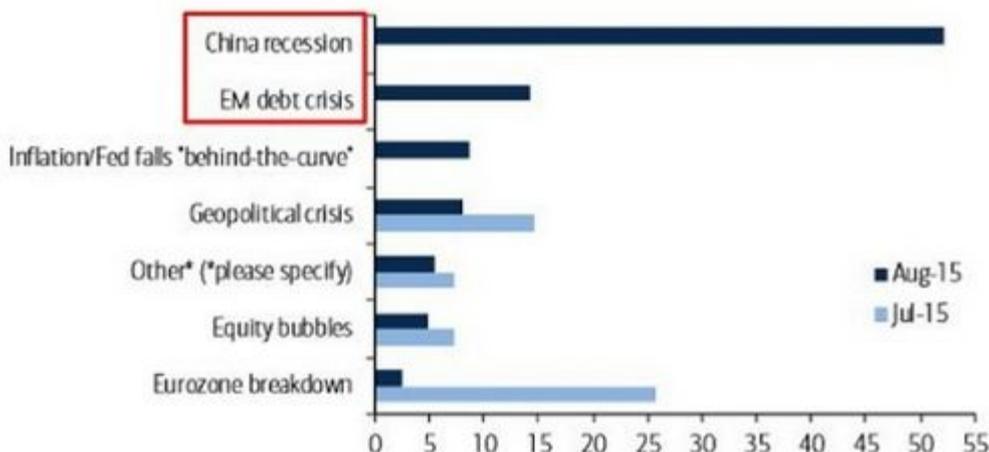
Обзор рынков

Среда, 19 августа 2015

- На рынках акций ничего особенного не происходит. Индекс ММВБ минус 1%, S&P 500 минус 0.3%, STOXX Europe 600 +0.2%. Можно выделить Китай - Shanghai Stock Exchange Composite вчера падал на 6,1% - одно из самых заметных падений в августе. Сегодня (торги на момент написания продолжаются) показывает минус 3%, приблизившись к минимумам более чем за месяц и рискуя продолжить “сдуваться” дальше. Юань остается стабильным после недавней ступени девальвации.



- В последнем опросе, проводимом Merrill Lynch VoA с 7 по 13 августа, результаты показали, что главный риск для международных компаний по управлению активами сейчас представляет рецессия в Китае, второй крупнейшей экономике мира. Хотя в июле такой риск вообще не был идентифицирован. Инвесторы озабочены не столько падением фондового рынка (так как доля иностранных инвесторов невелика), сколько ослаблением экономической активности. Так, Citigroup прогнозирует рост не более 5% по итогам 2015 г, ранее рост оценивали в 7%.



- Курс рубля вчера показал очередной минимум к доллару, открывшись около 65.8 руб./долл. Внутри дня колебания были от 65.52 до 65.92 руб./долл., но явного тренда не было. Ближайший контракт на Brent оставался на минимумах (синяя линия на графике), колеблясь около 48.6/долл. В начале торгов Brent касался минимальных отметок с января (49.2 долл./барр.), на электронных торгах вечером кратковременно подскакивал до 49 долл./барр.

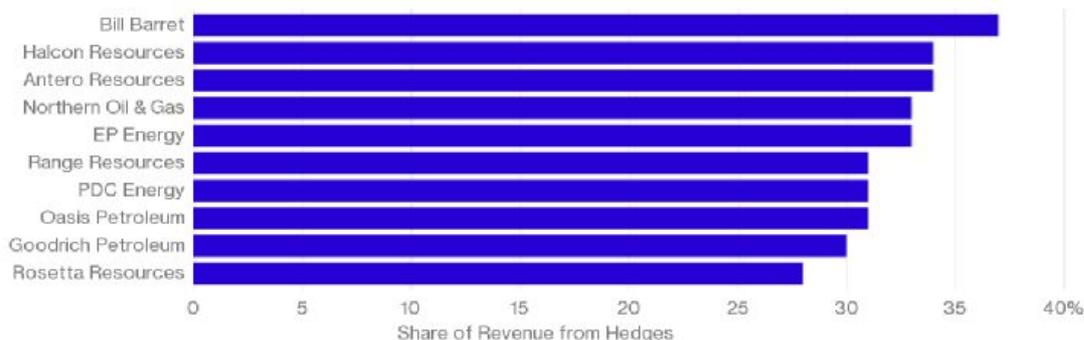


RUB Currency (Russian Ruble SPOT (TOM)) 10 Days Tick Copyright© 2015 Bloomberg Finance L.P. 19-Aug-2015 11:02:26

- Писать сегодня особо не о чем, но кроме нефти, которая уже надоела, мы не видим ярких поводов. Краткосрочные колебания нефти лишь в малой степени зависят от фундаментальных показателей, таких как издержки нефтедобычи. Краткосрочно в большей мере сказываются то, что называется “спекулятивные” факторы. Причина - в финансовизации рынка, то есть вовлеченный в рынок финансовый капитал. Он делает колебания товарных фьючерсов избыточными по сравнению с тем, какова цена была бы необходима для балансировки спроса и предложения. Мы не хотим сказать, что подобный капитал не нужен - финансовые участники на фьючерсных рынках создают нечто вроде страховки для нефтяных компаний. Как в обычном страховом бизнесе финансовые компании, заключающие фьючерсные контракты, в среднем зарабатывают (например, получая т.н. “roll return”). Но в определенные моменты они терпят убытки, выплачивая возмещения. Следующий график Блумберг дает представление о нефтяных компаниях-рекордсменах 2 кв. 2015 г. по размеру получаемых от “нефтяного хеджа” доходов. (проблема с хеджем в том, что он со временем заканчивается)

Oil Crash Lifeline

Hedges have been a vital source of cash for some drillers as revenue fell with oil prices.



Source: Data compiled by Bloomberg from companies' second quarter filings.



Наиболее резкие движения и “перелеты” случаются, когда финансовые участники рынка понимают, что обманулись на ожиданиях и бросаются изменять свои позиции (repositioning). По этой причине некоторые трейдеры считают важным следить за тем, каков сейчас навес открытых позиций “спекулянтов” в статистике биржи, чтобы заработать на таком движении.

После того как Brent упал до уровней чуть ниже 50, похоже, произошла стабилизация.

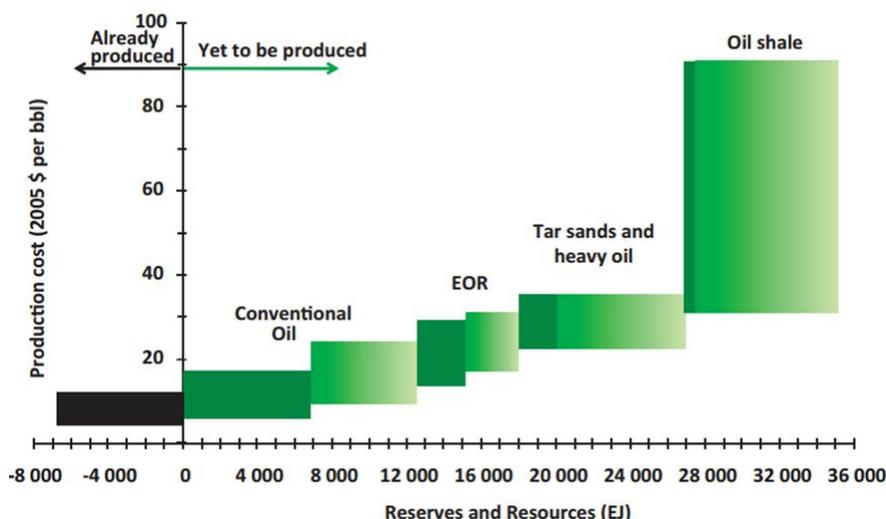
Мы полагаем, что нефть сейчас достигла “дна”, но оно не будет v-образным, а это будет длительная L-образная траектория.

Почему мы думаем, что это дно? Долгосрочно цены на нефть, видимо, должны быть выше. В апреле 2015, т.е. уже в ситуации дешевой нефти, Energy Information Administration (EIA) выпустила прогноз, который можно [найти на их сайте www.eia.gov](http://www.eia.gov), включающий предсказания цен. Текущие цены в районе 50 долл. за баррель представляют собой “сценарий низких цен”, который может реализоваться при двух одновременных обстоятельствах. 1) Низкие темпы роста спроса в странах не-ОЭСР, а также 2) значительное предложение на рынке нефти.

Figure 3. North Sea Brent crude oil prices in three cases, 2005-40 (2013 dollars per barrel)



Вторую составляющую сейчас мы имеем с наводнением нефтью от США, С.Аравии, Ирака и, потенциально, Ирана. Низкие темпы роста спроса потенциально возможны, учитывая нынешнее беспокойство вокруг Китая. Но даже в этом случае цены на нефть будут расти в реальном выражении. Причина этого роста в том, что при добыче полезных ископаемых сначала извлекаются низкочастотные запасы, а потом производители переходят к более дорогим (“lower cost occurrences first”).



Это общая причина - редкие в земной коре ресурсы: золото, нефть, возможно, медь и

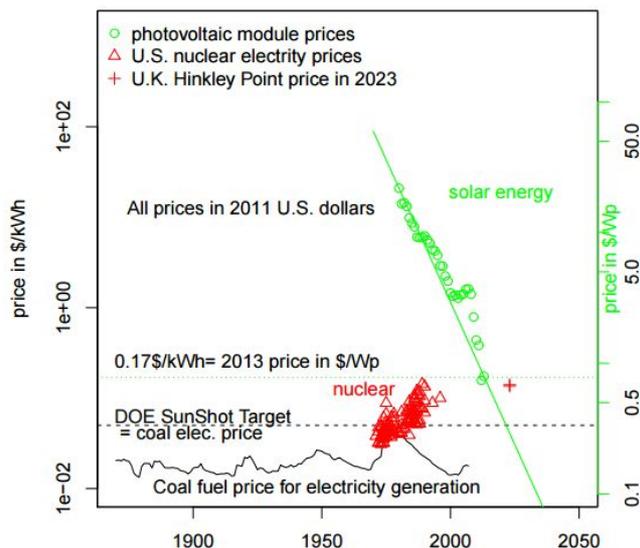
никель - со временем стоят все дороже и дороже. График затрат ([см. отчет на www.iiasa.ac.at](http://www.iiasa.ac.at) стр. 447) в левой части показывает извлеченную дешевую нефть (традиционные месторождения, вроде Самотлора).



Это объясняет почему много лет (кроме периода нефтяных войн в 70-е) нормальной ценой на нефть были уровни около 20 долл. за баррель в реальном выражении. Источники с такой дешевой нефтью сейчас заканчиваются и не могут удовлетворить весь глобальный спрос.

Сейчас маржинальные издержки определяются тяжелыми сортами нефти, “сланцевой нефтью” и “нефтяными сланцами” (последние два словосочетания - это не одно и тоже). При добыче более дорогих ресурсов возможны и даже ожидаются улучшения в технологии, снижающие их издержки. Примерно это уже произошло со сланцевой нефтью в США, издержки на которую значительно упали в последние годы и, даже, месяцы. Но у процесса улучшения технологии есть свои ограничения.

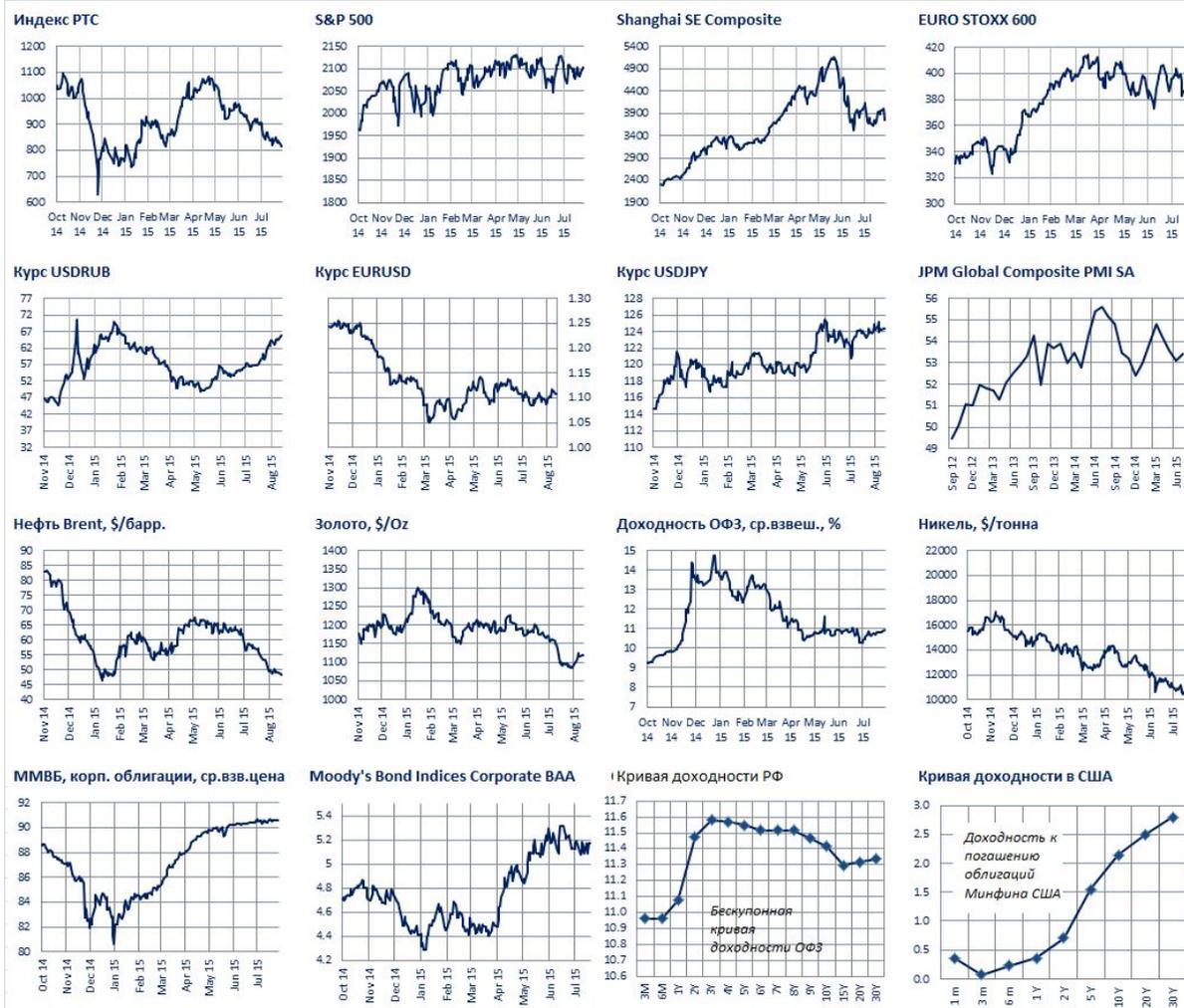
Общий вывод такой. Есть вероятность того, что мы увидим 20 или 30 долларов за баррель, чем сейчас пугают отдельные наблюдатели. Но это будет лишь кратковременное явление.



Долгосрочные предсказания должны включать [прогнозы развития технологий](#) других источников энергии и из потребления, к примеру, возобновляемых источников. Но пока жидким углеводородам нет альтернативы в транспорте. Эпоха дешевой нефти закончилась, но на сколько дорогой она будет - это другой вопрос.



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.