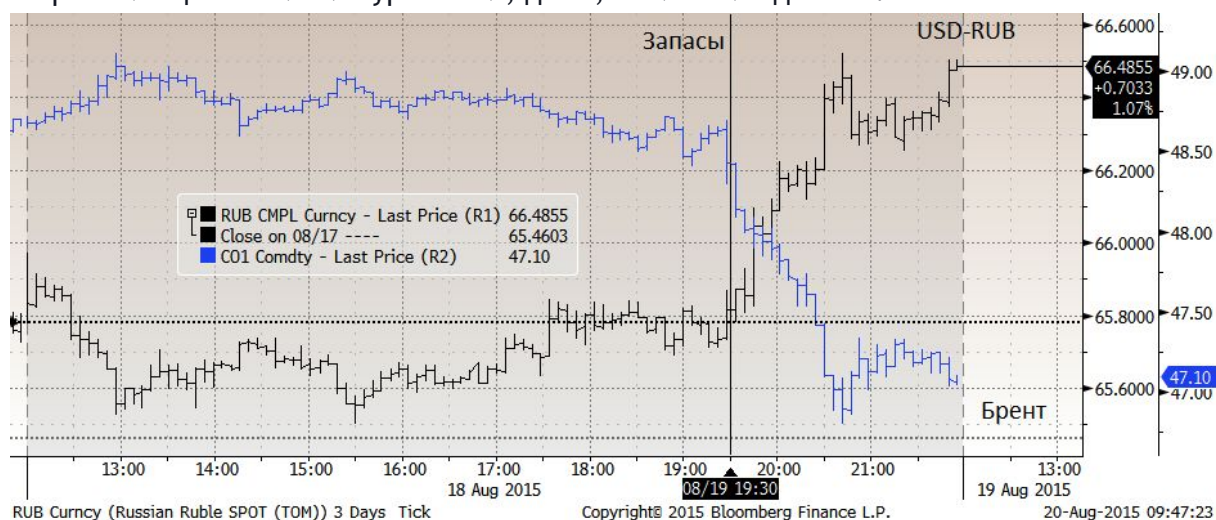


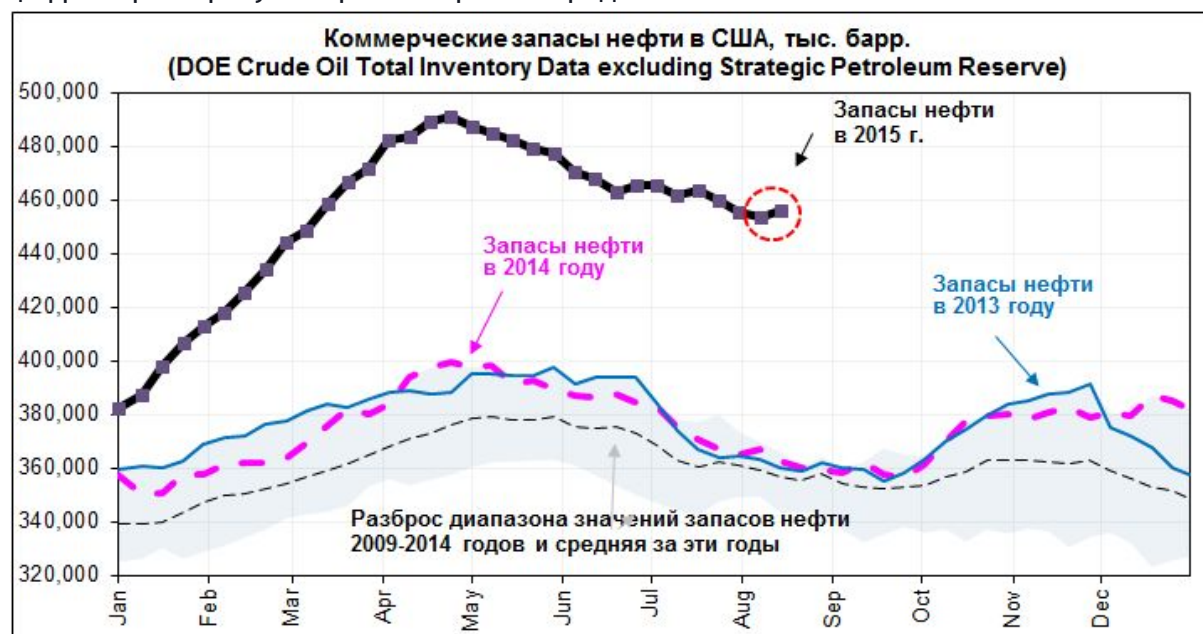
Обзор рынков

Четверг, 20 августа 2015

- Курс рубля достиг 66.7 к доллару - рекорд с февраля. Причина - нефть. Brent обвалился до 46.9/баррель. Драматизм ситуации подчеркивает то, что с марта 2009 г. ниже этой отметки Brent был только считанные часы - 13 и 14 января. Но тогда фьючерсы быстро отскочили обратно, а движение можно было считать лишь спекулятивным “перелетом”. Сейчас сложились условия для продолжительного сохранения цен на низких уровнях и, даже, понижения дальше.



Обвал нефти вчера случился после данных по коммерческим запасам нефти в США, которые вопреки ожиданиям и низким ценам, выросли на прошлой неделе на 2.6 млн. барр. до 456.2 млн. барр. Среднеарифметическое за 5 лет уровня запасов для текущей даты года составляет 357 млн., так что избыточный объем - 99 млн. барр. Последняя цифра характеризует перекося спроса и предложения.

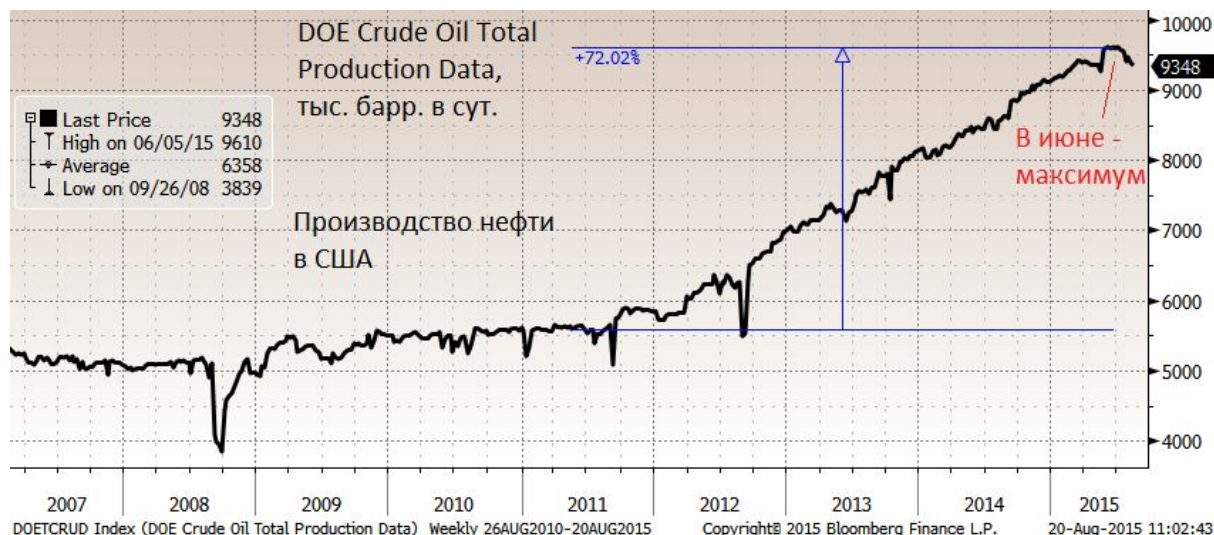


Итак, рост запасов (обведено красным, см. выше) стал причиной падения нефти и рубля следом за ней. Ключ к нынешним ценам на нефть - политика ОПЕК. В ноябре 2014 Саудовская Аравия убедила картель, что не следует больше выполнять роль

стабилизатора, эта страна резко нарастила добычу, став главным источником избытка предложения. Очевидной целью королевства было остановить инвестиции и тем самым снизить добычу в менее рентабельных источниках нефти. Прежде всего - сланца США. В начале года большинство думало, что приспособление рынка займет около года и концу 2015 баланс будет восстановлен. Однако к лету стало ясно, что это не так. В США сначала резко упали объемы нефтяного бурения, с 1609 в октябре 2015 до 628 в конце июня. Но в июле объемы начали восстанавливаться и на прошлой неделе Baker Hughes сообщила об очередном росте станков - 672 работающих. Если в начале года считалось, что сланцевая нефть не сможет работать при ценах ниже 60 за баррель, то в результате технологических улучшений и падения стоимости бурения сланцевые компании сейчас сообщают, что будут рентабельны при крайне низких ценах - порядка 30 за баррель. Конечно, это касается не всех месторождений. Также оказывается, что им требуется все меньший объем бурения как такового из-за улучшения технологии - большее количество стадий гидроразрыва, большие начальные дебиты скважин и объемы извлечения.

Это подтверждается данными по запасам - их рост говорит о том, что добыча в Штатах так и не останавливается. Цены на нефть падают, а Brent находятся на уровнях ниже 60 уже давно - начиная с 6 июля. Этого все равно оказывается недостаточно чтобы остановить добычу США. По этой причине, видимо, требуется дополнительное снижение цены на нефть со стороны ОПЕК. Рост запасов, безусловно, зависит от массы факторов от импорта до сезонности потребления.

Департамент энергетики также еженедельно [публикует еженедельный уровень производства нефти](#), который, несмотря на высокие цены рост в 2015 г. вплоть до июля.



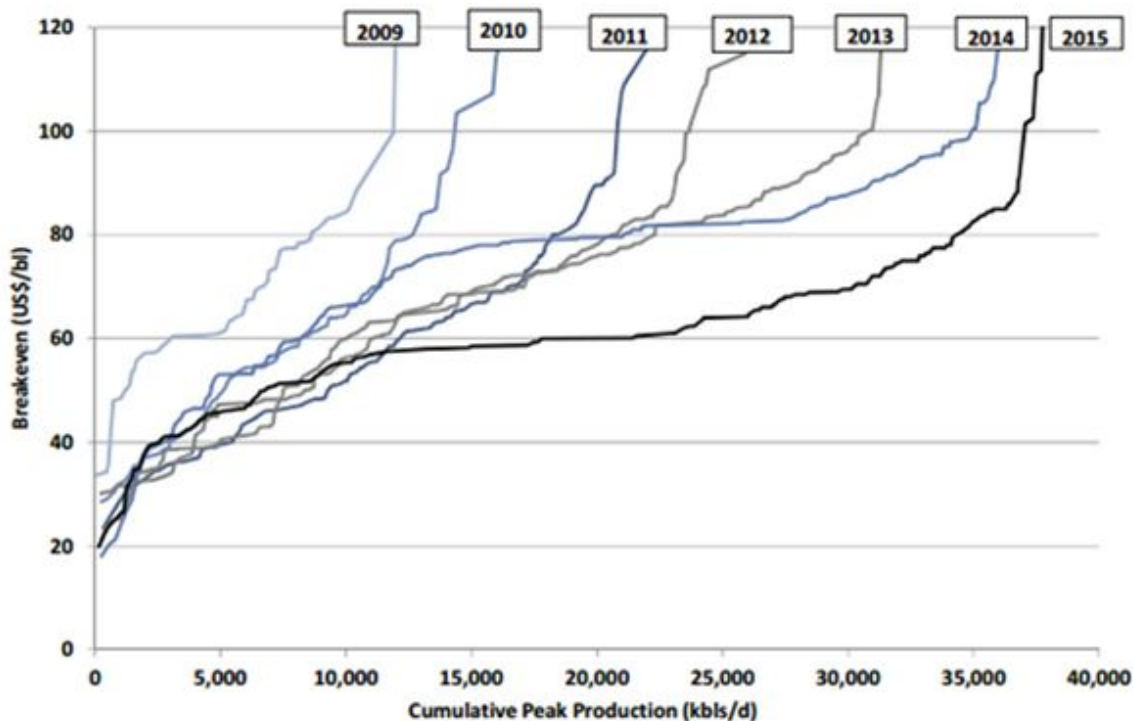
- Интересно, что валютный и нефтяной рынок вчера отреагировал на запасы не сразу, потребовалось около 15 минут, чтобы “дошло” (см. первый график, время пермское). Причины ускорения технические - нефть двинулась в сторону от ставшего привычным с 3 августа уровня около 49/баррель, сломав хрупкое статус-кво. Также был “пробит” уровень в 48.2, минимум коридора колебаний этих дней. Для спекулянтов, среди которых немало количество ориентируется на технический анализ, это сигнал либо для “стоп-лосса”, либо для открытия позиций. То же относится к рублю, который с начала 2014 года стал доступен на Московской бирже для торгов для широкой публики

(физлиц, хедж-фондов и так далее) через брокерские компании.

- Куда может двинуться нефть и рубль? Напомним, что минимумы января (интрадей) составляли - 45.2/баррель - для теханалитиков это новый “уровень сопротивления” или цель, приближение к нему становится очень вероятно. Рубль может достигнут 70 за доллар (теоретически, чуть ли не сегодня).

С долгосрочной точки зрения мы уверены, что слишком дешевых цен не будет. То есть уровни порядка 30 или 40 долларов не устойчивы - при этих ценах нельзя разрабатывать источники нетрадиционной нефти Канады или Венесуэлы. Но низкие цены порядка 50 могут продлиться достаточно долго - месяцы или, даже, несколько лет. Прогресс в добыче сланцевой нефти заметно искажил кривую маржинальных издержек по сравнению с предыдущими годами, что отражает [график Goldman Sachs](#), которую они получают из анализа их пропюетарной базы данных нефтяных проектов. Кривая маржинальных издержек (то есть кривая предложения) стала более “плоской” и “низкой”, по сравнению с тем, что была ранее.

Сланцевая нефть США - действительно “game changer”. Рынок сейчас может и будет балансироваться на значительно более низких уровнях, чем привычные с 2010 по 2014 г. 110 долл. за баррель.



Но паниковать не следует, еще не все пропало. Из графика видно, что маржинальные издержки (с учетом отдачи на капитал) сейчас близки 55 долл. за баррель и по этой причине возврат к более высоким ценам, чем сейчас, и стабилизация рынка рано или поздно произойдут. Однако это должно не скоро - либо ближе к концу 2016, но с учетом фактора Ирана, скорее - в 2017 г. Предположительно, цены ниже 50/баррель по Brentу будут оставаться долго.

- Вчера Агентство энергетической информации (U.S. Energy Information Administration) вне [плана снизило прогноз по ценам на нефть](#) на 6 и 8 долларов на 2015 и 2016 гг. по сравнению с их же оценкой недельной давности (см. www.eia.gov/forecasts/steo) . Теперь это 54 долл. для Brentа в 2015. Средняя цена Brentа с начала года по 19

августа (231 день) составила 58.2 долл./баррель. Это означает, что на оставшиеся дни средняя Brent должна составлять 47.8 долл./барр.

	2013	2014	2015	2016
WTI Crude Oil ^a (dollars per barrel)	97.98	93.17	49.62	54.42
Brent Crude Oil (dollars per barrel)	108.56	98.89	54.40	59.42

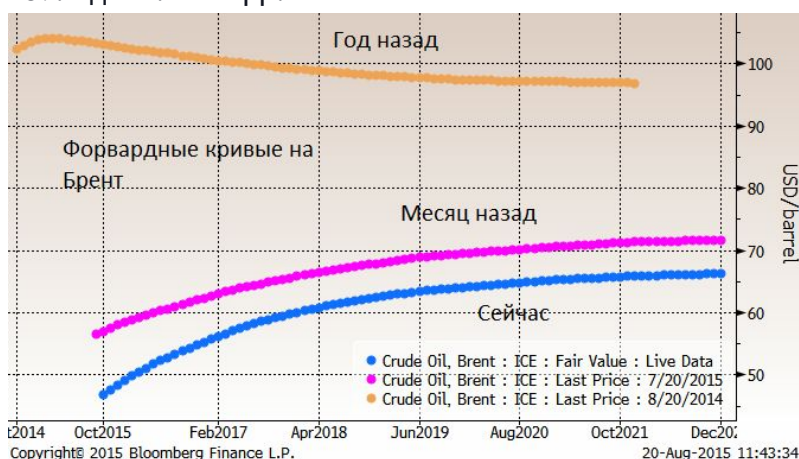
Допустим, это верно. Можно ориентироваться на диапазон колебаний прошлых месяцев шириной примерно в 10 долларов. Тогда диапазон колебаний на последние месяцы может составить порядка 37 - 57 долл. за баррель. EIA дает доверительный интервал своему прогнозу на WTI, но он слишком широк.

Crude oil prices and Nymex confidence intervals

dollars per barrel

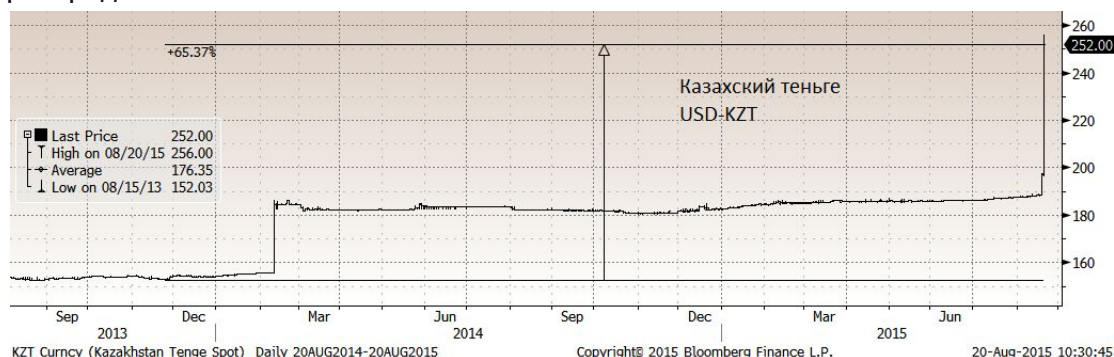


В 2016 году EIA ожидает повышения, но средние цены Brent будут ненамного ниже 60 - 59.4 долл. за барр.



- Если верить в возможность повышения цен на нефть в будущем до уровня маржинальных издержек, то можно обсуждать аргумент арбитража. Возможно сейчас купить нефть, разместить ее в хранилищах и продать позже. Это потребует издержек хранения и затрат капитала. Но при текущих низких ставках стоимость капитала не так велика. Есть может объяснять 1) почему сейчас высок уровень запасов (есть спекулятивный капитал) 2) Почему наблюдается заметная бэквардация фьючерсов 3)

почему не следует ожидать скорого роста цен на нефть - запасы будут распродаваться.



- Сегодня произошла заметная девальвация тенге. Позавчера курс был 188/долл. вчера девальвировался до 198, сегодня - 252 тенге/долл. С осени обвал тенге оставил уже +65% (рост в 1.65 раза). Тогда как российский рубль, если условно считать с 40 руб./долл. до 67 руб./долл. +67%, хотя против России действуют санкции и инфляция была выше. Казахстан [объявил](#), что начинает свободное плавание и валютное таргетирование.
- STOXX Еurope 600 вчера упал на 1.8%, S&P 500 потерял 0.8%. Развивающиеся рынки продолжают падать.



- Shanghai Stock Exchange Composite вчера вырос на 1.2%, хотя вчера утром он падал до минус 5%. Это случилось после сообщения о том, что правительство Китая [внесло](#) 93 млрд. долл. в капитал двух банков. В обвале китайского рынка мы указывали, что ключ к пониманию будущего экономики страны в том, как это повлияет на работу финансовой системы, могут ли быть банковские крахи, набеги вкладчиков. Возможность потерять деньги вложенные в банки определяется тем, финансировали ли они пузырь акций. Сейчас понятно, что да - финансировали и потенциально это может привести к потерям. Но этого недостаточно для того, чтобы разразился финансовый кризис и случился обвал экономики - нужно чтобы потери банков заставили паниковать вкладчиков. Для нас трудно представить чтобы китайское правительство стало действовать так, как действовало правительство США с Lehman Brothers в 2008 г. Или как действовало правительство Гувера в 1929 году “давая умереть неэффективным банкам”, что соответствует некоторым морализаторским представлениям, но абсолютно разрушительно с точки зрения всего общества,

поскольку нарушает денежное обращение.

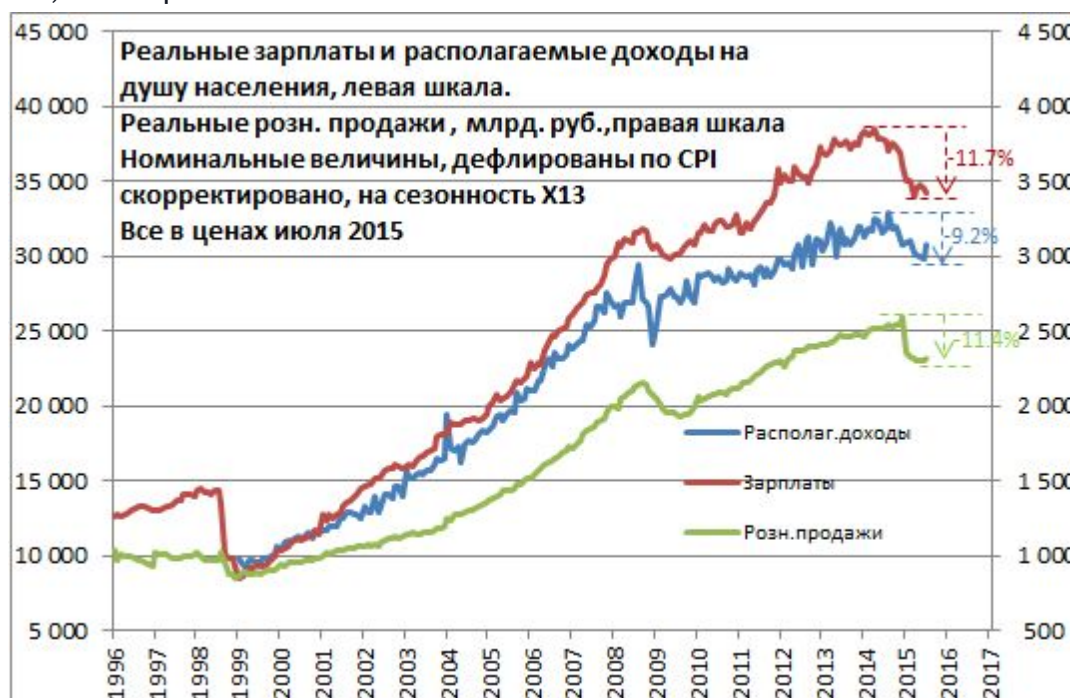
Коммунистических лидеров страны трудно заподозрить в том, что они будут рассуждать в стиле “не дадим народных денег зажавшимся банкирам”.

Правительство Китая ценит стабильность и вчерашняя новость о выделении денег банкам - еще одно подтверждение этому. Конечно, экономический рост в Китае может выдохнуться по какой-либо причине. Но вряд ли это будет банковский или финансовый кризис, спровоцированный обвалом фондового рынка.

- [Вчера Росстат опубликовал данные по недельной инфляции с 11 по 17 августа.](#)

Четвертую неделю подряд фиксируются нулевые темпы роста. С начала года инфляция составила 9,4% абсолютных. Тенденция на снижение инфляционных рисков сохраняется, в августе годовая инфляция ориентировочно составит 15,4%.

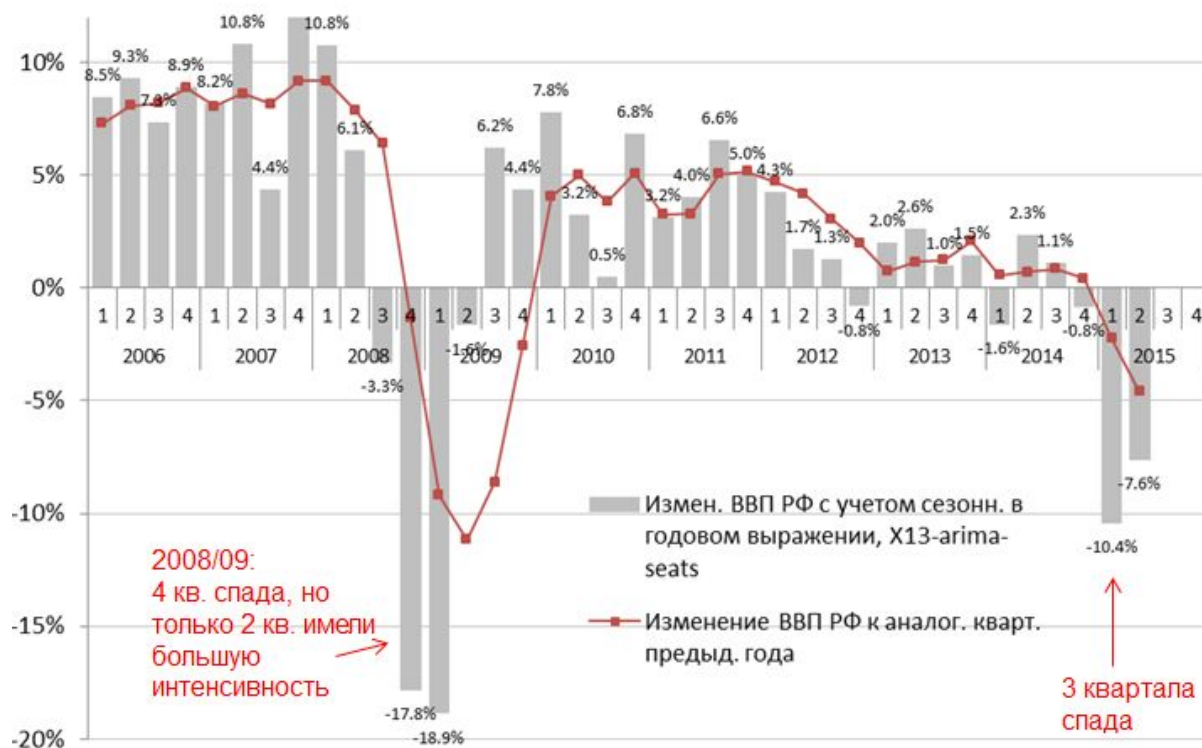
- Еще вчера вышла обычная порция данных о розничных продажах, располагаемых доходах, зарплатах за июль. Скорректированные на инфляцию номинальные показатели - на графике. Они подтверждают, что экономика нащупала дно, падения нет, хотя и роста также пока не заметно.



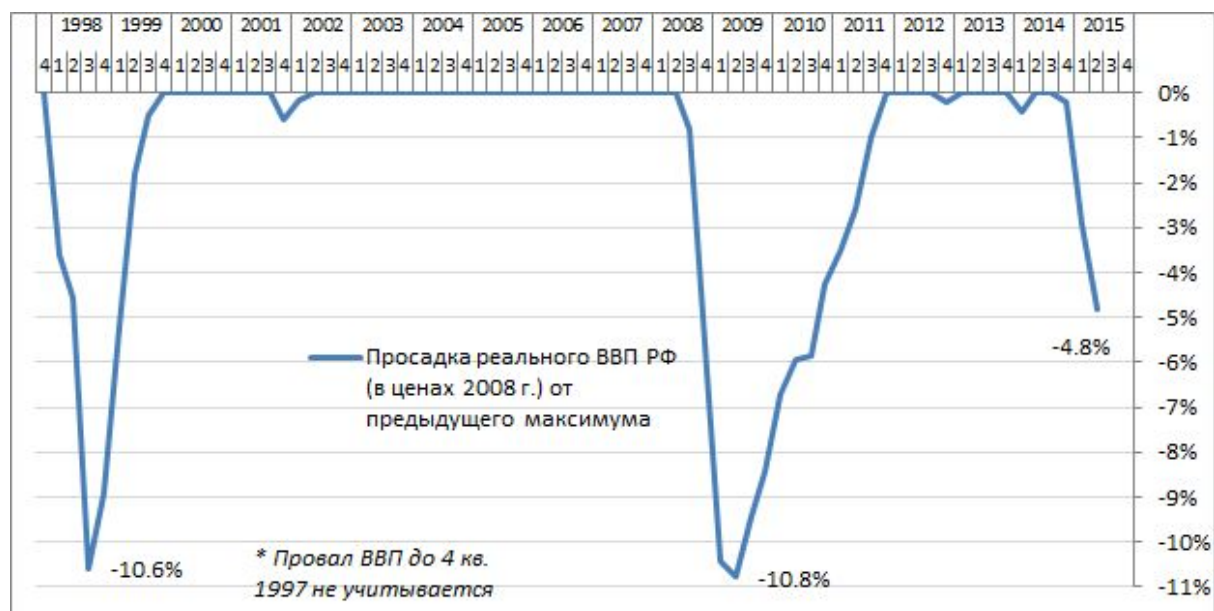
- Еще вчера вышла безработица. Она продолжает снижаться, достигнуты уровни 2013 г.



- Несколько запоздало мы даем график ВВП с сезонной коррекцией за 1-й и 2-й кв. 2015. (вышел неделю назад). С учетом сезонности спад 2 кв. 2015 был ниже, чем в 1 кв. 2015. В кризис 2009 г. большой спад был два квартала, но чуть раньше - в 4-м. 2009 г. и в 1-м. 2009.

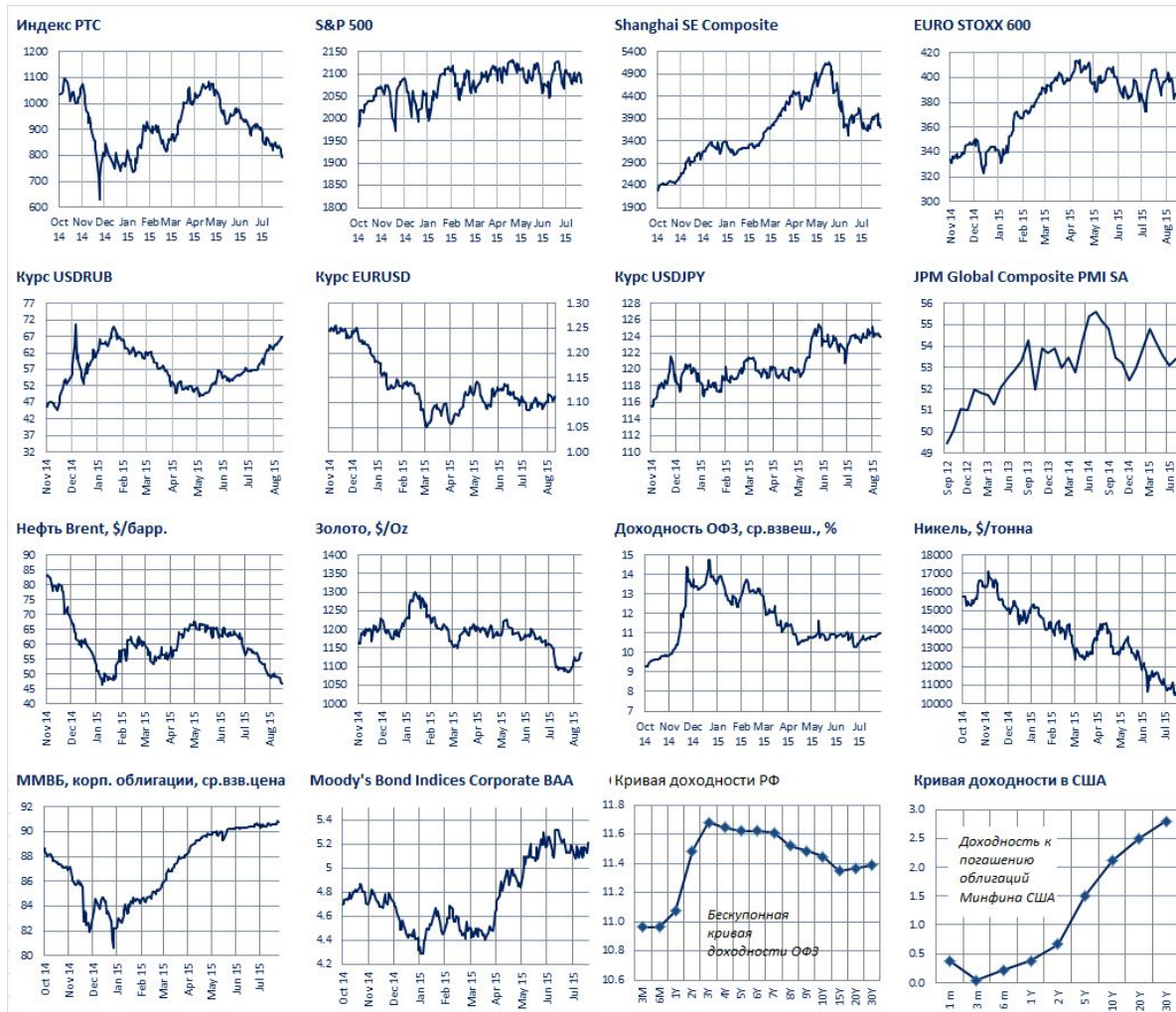


- Еще один график сравнивает насколько падал ВВП в прошлые кризисы. Текущее падение гораздо меньше предыдущих двух кризисов.





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.