

## Обзор рынков

Вторник, 25 августа 2015

- После событий пятницы и понедельника ясно, что ситуация изменилась. Обвал не был случайным или временным явлением, он заставит инвесторов встрепенуться. В ответ на него они будут “принимать инвестиционные решения”, то есть изменять позиции в портфелях. Вряд ли таким решением будет покупка рискованных активов, к которым относятся акции, скорее, они будут их сокращать. Мы ждем, что продажи будут сохраняться, возможно, не так бурно как вчера. Трудно ожидать, чтобы американский рынок вернулся к росту немедленно, хотя через некоторое время это возможно (см. ниже).
- Итоги торгов вчера не являются обычными. S&P 500 минус 4% - самое сильное падение с ноября 2011, как пишут почти везде. STOXX Europe 600 минус 5.33%, днем обвал доходил до минус 8.1%. За последние три дня торгов потери этого европейского индекса составляют 10.3%. Немецкий Deutsche Boerse AG German Stock Index (DAX) вчера потерял 5.3%, а с максимума апреля потери составили уже 22%. Падение больше 20% в околорыночных СМИ обычно трактуется как “начало медвежьего рынка”.

Figure 1. Global Bear Market Checklist

	Mar'00	Oct-07	1y ago	Now
Global Equity Valuations				
CAPE	48	30	20	21
PB	4	2.7	2	2.2
DY	1.3	2.1	2.5	2.4
Trailing PE	33	17	17	19
Fwd PE	24	14	14	16
Global Equity Risk Premium	1.0%	3.3%	4.8%	5.1%
US Yield Curve (10Y minus 2Y)	-0.5	0.5	2.3	1.4
Global Analyst Bullishness (std dev)	2.4	1.4	-0.2	-0.4
Global EPS Growth	-37%	-57%	9-10% expected	8% (2015E)
Global Capex Growth	12%	14%	1%	-2% (2015E)
Global RoE	12%	16%	12%	12%
Asset/Equity (US Financials)	16x	16x	10x	10x
Net Debt/EBITDA (US ex Fins)	1.8x	1.4x	1.2x	1.4x
M&A (% of Mkt cap)	3.80%	2.70%	1.40%	2.20%
IPOs (% of DM Mkt cap)	0.80%	0.50%	0.40%	0.25%
US HY Bond Spread	600bps	600bps	400bps	590bps
# of sell signals	15.5/16	12.5/16	1/16	5/16

Source: Citi Research. Shading colour code: Red= worrying, Amber = perhaps, White = not worrying

- В комментариях некоторые наблюдатели указывают, что обвал был спровоцирован китайским рынком. Так, вчера Shanghai Stock Exchange Composite упал на 8.5%, сегодня снова показывает минус 4%. Китайский пузырь продолжает сдуваться. Однако истинная причина мирового обвала не совсем в этом. Американский фондовый рынок слишком долго рос без заметных коррекций и, возможно, она назрела. Этот рынок является самым большим и оказывает влияние на весь мир. Мы далеки от того, чтобы называть американские акции переоцененными. Об этом же говорит [“чеклист” индикаторов переоцененности от Citi](#) (см. выше, красное -

тревожный сигнал, желтое - возможно, белое - нет опасений). Из него они делают вывод, что текущее состояние мирового фондового рынка - “созревший бычий”, но еще не закончившийся.

- Снижение мировых рынков сегодня, похоже, не получит продолжения. Фьючерсы на фондовые индексы США сегодня “зеленые” (CME E-Mini Standard & Poor's 500 Index +2,2% на момент написания). Некоторый рост показывают также фьючерсы на товарных рынках, [индекс Bloomberg Commodity](#), отражающий цены контрактов на 22 вида сырья, сегодня +0.6% и +1.5% с минимума вчера.
- Если снижение акций в мире будет продолжаться, мы ожидаем влияния на рост мировой экономики. Примером может быть крах пузыря NASDAQ, который привел к рецессии в США и потребовал длительного периода низких ставок. Проблема текущего момента в том, что все основные центры роста - Европа, США, Китай и Азия имеют низкие темпы развития.

Снижение цен на сырьевые товары часто трактуется как благо для мирового развития, но мы видели абсолютно противоположную точку зрения, которая нам нравится.

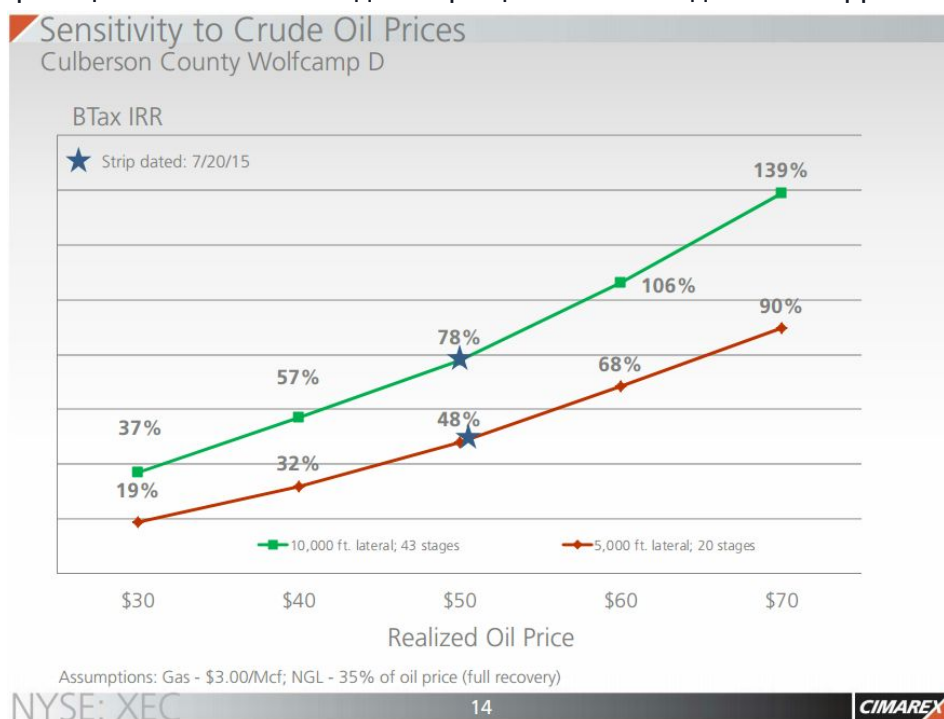
Производители сырья - это зачастую развивающиеся страны, которые меняют природные ресурсы на продукты и товары, производимые в развитых странах.

Снижение цен на нефть очевидно снижает спрос со стороны стран ОПЕК или России. В этом смысле дешевые цены на сырье могут приводить к снижению общего потребления в мире, то есть, к торможению мировой экономики. График ниже из сегодняшнего Bloomberg Brief показывает, что Россия внесла существенный вклад в снижение спроса на экспорт из Еврозоны, куда больше чем замедление Китая. Цитата: *“The biggest threat to the euro-area economy has come from Russia. The country has contributed most to the slowdown in GDP growth outside the monetary union over the last year, knocking 0.23 percentage point off the Russia’s Deceleration Most Damaging to Euro Area headline figure. China has chipped away only 0.03 percentage point.”*



- К слову, Россия - крупнейший в Европе рынок продовольствия (самая большая в Европе страна по населению). Поэтому продуктовые санкции имеют заметное влияние на европейских производителей. При этом мы не готовы говорить, что это слишком ужасная для них потеря - просто, чувствительная.

- Ближайший (октябрьский) фьючерс на Brent вчера доходил до 42.2 долл./баррель - это почти в 3 раза дешевле, чем привычные ~110 долл./баррель, наблюдавшиеся с конца 2010 по июнь 2014 гг. Как и другие рынки, Brent сегодня “отскочил” до 43.2 долл./баррель, но это по-прежнему низкое значение. К примеру, среднее значение цены Brent в худшем первом квартале 2009 года было выше и составляло 45.7 долл. за баррель. А абсолютный минимум (интрадей) 36.2 долл. за баррель в декабре 2008. Цены на нефть сейчас близки к тем, что были в начале 2005 года - то есть десять лет назад. Американская WTI вчера закрылась на 38.2 долл./барр. Но даже при таких ценах бурение сланцевой нефти оказывается прибыльным. График ниже из презентации сланцевого производителя [Cimarex показывает, что даже при 30 долл. за барр.](#) скважины имеют довольно высокий IRR, чтобы отказываться от их бурения. Скважины сейчас бурятся очень длинные - 10 тыс. футов горизонтального участка - это 3 км. под землей, на которых проводится порядка 40 стадий гидроразрыва (каждые 70 метров). Цена такой скважины всего 11.5 млн. долларов., из нее можно будет извлечь порядка 1.25 млн. баррелей нефтяного эквивалента (включая газ и конденсат). Такая скважина принесет больше 30 млн. долл. выручки даже при текущих ценах. Экстраполируя график влево можно понять, что IRR скважин будет больше условной границы отсечения в 10% даже при цене около 20 долл. за баррель.



- Считается, что ОПЕК и Саудовская Аравия ведут ценовую войну - и это причина дешевой нефти. Войну может описывать следующая логика -- используя “хищнические” низкие цены мощный производитель расчищает рынок. Менее устойчивые производители (имеющие выше издержки или злоупотреблявшие долгами) закрываются. Оставшийся получает большую долю рынка, может поднять цены и тем самым компенсировать издержки, понесенные во время войны. Если бы ОПЕК давлением на цены мог бы добиться закрытия сланцевых производителей, это бы мы поняли. Но совершенно очевидно, что упавшее знамя будет подхвачено другими компаниями. Даже если кто-то из производителей заигрался долгами, его активы будут выкуплены в процессе банкротства. Дешевыми



ценами остановить добычу в США не удастся. В этом смысле ценовая война теряет смысл.

Возможна другая интерпретация - идет война с прочими производителями, вроде глубоководной добычи или нефтяных песков Канады. Но эти источники не требуют слишком депрессивных цен. Эти проекты требуют цен выше 60 и в них уже не инвестируют.

В этой связи встает вопрос, в чем цель ОПЕК? Возможно, ОПЕК воюют не с другими, а между собой. В это вписывается нашумевшее вчера заявление Ирана, что он будет бороться за долю рынка любыми средствами. Но все страны ОПЕК производят нефть из традиционных резервуаров, имеющих крайне низкие издержки, до 20-30 долларов. Маржинальная кривая сейчас требует более высоких цен - порядка 60-70 долларов за баррель. Только при таких ценах мировое производство будет способно удовлетворять растущий глобальный спрос и компенсировать спад добычи на текущих месторождениях. Но тогда война ОПЕК между собой также теряет смысл, поскольку друг друга им не победить.

Возможна еще одна интерпретация. Саудовская Аравия пытается восстановить дисциплину в ОПЕК. Для этого нужно показать, что добыча нефти сверх квот (в ОПЕК сейчас нет индивидуальных квот, но есть коллективная) чреват пробелами.

Непонятно, насколько продолжительным и глубоким по цене по времени должен быть этот «урок». Страны ОПЕК, привыкшие к уровням ~110 долларов, в настоящий момент уже ощутимо страдают от потери валютных доходов.

Итак, можно ожидать, что осенью ОПЕК начнет задумываться о своих ценовых действиях, восстановлении дисциплины. Следующее заседание [пройдет 4 декабря](#). А до этого времени цены будут оставаться низкими, заметно ниже 50 долл./баррель по смеси Брент.

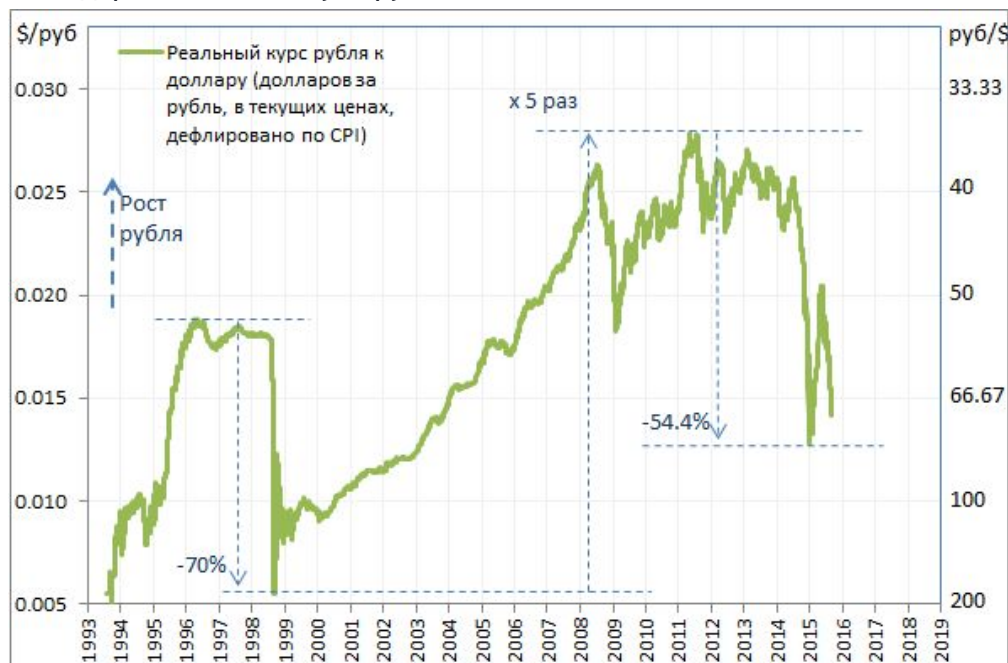
Следующая таблица показывает какими [ресурсами обладает](#) та или иная страна ОПЕК. С.Аравия имеет 21 тыс. дол. на душу населения - не слишком большой показатель для долгой войны.

Country	Population (Millions)	SWF (U.S.\$ Billions)	Foreign Reserves (U.S.\$ Billions)	Total Financial Resources (U.S.\$ Billions)	Per Capita (U.S.\$)
Kuwait	3.3	592.00	38.50	630.5	191,061
Qatar	2.1	256.00	41.00	297.0	141,429
UAE	9.1	1066.00	74.70	1,140.7	125,352
Libya	6.3	66.00	105.00	171.0	27,143
Saudi	31.5	0.00	660.00	660.0	20,952
<b>Average</b>	<b>52.30</b>	<b>1980.00</b>	<b>919.20</b>	<b>2,899.2</b>	<b>55,434</b>
Algeria	39.5	50.00	193.00	243.0	6,152
Iraq	36.0	18.00	74.00	92.0	2,556
Iran	78.5	62.00	110.00	172.0	2,191
Angola	24.4	5.00	33.50	38.5	1,578
Venezuela	30.6	0.80	20.00	20.8	680
Ecuador	16.0	0.00	6.60	6.6	413
Nigeria	182.2	2.85	28.00	30.9	169

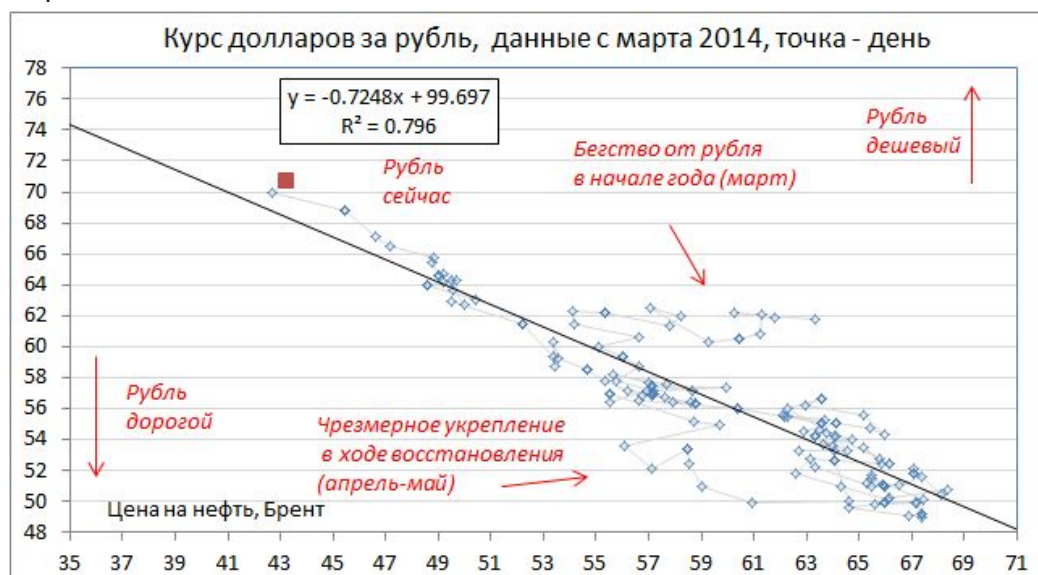
- Российские акции по индексу РТС упали на 5%. Этот уровень марта 2009 года, дешевле



этой отметки индекс за последние ~6.5 лет был всего пару дней в декабре 2014 на валютной панике. Его рублевый клон РТС - индекс ММВБ вчера потерял только 1.75% благодаря обвалившемуся рублю.



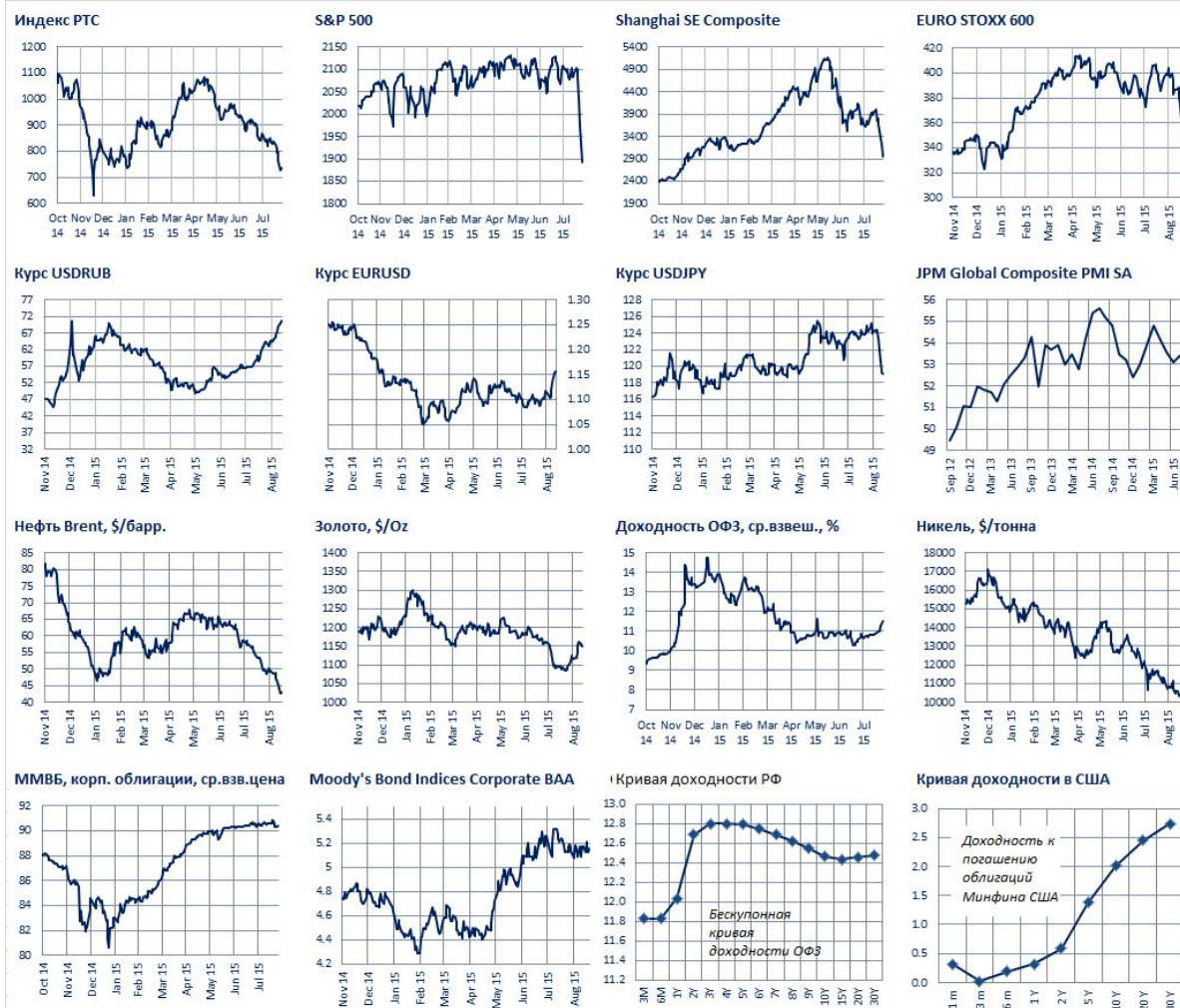
Относительно рубля сейчас много паники. Называются цели 100 руб./долл. Эта цифра маловероятна, поскольку она соответствует уровням начала 2000-х когда Россия находилась в стоянии дефолта, а цены на нефть были значительно ниже, чем сейчас. Регрессия ниже продолжает более-менее описывать зависимость рубля от колебаний нефти.



Этот график показывает также, что при разумных ценах на нефть (до 30) курс в 100 руб./долл. невероятен. Мы думаем, что даже 75 руб./долл. не будет достигнуто, хотя до этой отметки не так далеко (вчера на Московской бирже пик был на 71.65 руб./долл.).



## 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.