

Навигатор

05 Августа 2015

Главное: Аппетиты к риску под вопросом

Вероятность повышения ставки ФРС растет. Вместе с тем, падают аппетиты к риску. Обвал на рынке Китая – возможное следствие этих факторов. Рынок сырья - базис для российского рынка - неустойчив. В итоге, рубль демонстрирует слабость. Где пределы снижения российской валюты и какие факторы будут формировать настроения на внешних площадках – основные вопросы на сегодняшний день.

Содержание

Рынки

- ФРС готова повышать ставки
- Нефть: тяжелые времена

Валюта

- Рубль следует за сырьем
- Рубль близок к равновесию против нефти

Ставки и денежный рынок РФ

- Инфляция возобновит снижение
- ЦБ будет снижать ставку менее агрессивно

Производные инструменты

- Euribor в отрицательной зоне - последствия и возможности

Календарь

Прогнозы курса валют и ставок

Форвардные котировки	1 мес	3 мес	6 мес
USD/RUB	63,6724	64,8581	66,7412
EUR/RUB	69,8172	71,1835	73,3852
Ставки	Знач.	Max 12m	Min 12m
MosPrime ON (%)	10,55	27,30	7,57
MosPrime 3M (%)	11,90	29,93	10,10
Libor 3M (%)	0,30	0,31	0,23
Euribor 3M (%)	-0,02	0,17	-0,02
Treasuries 10Y benchmark (%)	2,21	2,63	1,67
Russia CDS 5yr	317,64	552,63	194,09
Фондовые индексы/Сырье	Знач.	Max 12m	Min 12m
RTSI	837,43	1275,60	629,15
Micex	1674,46	1838,18	1333,53
S&P 500	2093,32	2130,82	1862,49
Dax	11456,07	12374,73	8571,95
Brent	49,82	104,92	45,74
Gold	1090,65	1315,75	1080,80

Глобальная экономика

Основной вопрос, волнующий мировые площадки - когда ФРС начнет повышать ставки. Вероятность повышения ставки в сентябре в последние недели сильно выросла, несмотря на то, что ФРС по-прежнему заявляет о том, что решение будет сильно зависеть от статистики, которая будет выходить до сентябрьского заседания. Но если говорить о вероятности как таковой, то рынок оценивает на 48% вероятность начала цикла ужесточения монетарной политики уже в сентябре. Месяцем ранее эта вероятность была 27% - так оценивают расклад фьючерсы на ключевую ставку ФРС. Статистика пока выходит чуть хуже прогнозов, но кто бы что ни говорил, ситуация в экономике США остается стабильной, экономика по всем прогнозам может в этом году показать рост около 3%, несмотря на провал первого квартала. Economic Surprise Index, который показывает, насколько статистика выходит лучше/хуже ожиданий рынка, отражает улучшение ситуации, что ведет к росту вероятности повышения ставок. Мы ждем первое повышение в сентябре. Это в свою очередь может запустить ряд неприятных процессов для валют развивающихся стран. Отток капитала может несколько усилиться из сырьевых валют, хотя многое уже учтено рынком. Далее, если инфляция покажет в США ожидаемый рост (как на то намекает статистика по реальным доходам населения), повышение ставки ФРС может оказаться более агрессивным. В итоге, у доллара есть все шансы

продолжить поступательное движение к паритету с евро. Единая европейская валюта продолжит страдать от далеко не разрешенных проблем в Греции, программы QE.

Китай

Китайские макроэкономические данные продолжают давать неоднозначные сигналы рынку в текущем квартале, подтверждая наши ожидания относительно попыток стабилизации ситуации; ни о каком восстановлении речи быть пока не может. С одной стороны, рынок недвижимости продолжит восстанавливаться, поддерживая благоприятный инвестиционный климат, с другой стороны, настойчивые усилия по избавлению от перегрева сведут на нет инвестиционные расходы. Также следует отметить, что стагнация, которая является следствием недавнего падения на фондовом рынке, может затронуть спрос в потребительском и сервисном секторах.

Нефть

Нефтяной рынок вновь переживает непростые времена. Итоги июля стали худшими с периода кризиса 2008г., контракты потеряли ~20% стоимости. Причиной, послужившей ухудшению настроений на рынке, стала комбинация факторов, которые впрочем, не новы для рынка. В частности: объемы производства ключевых игроков остаются на в районе максимумов, профицит предложения на рынке оценивается на уровне 2 mn bbl/d. Плюс к этому в последнее время добавляется рост опасений, связанных с состоянием китайской экономики и предстоящим повышением ставок ФРС США.

Отдельного внимания заслуживает иранская тема. После того, как 12-летние переговоры относительно ядерной программы близки к развязке, рынок оценивает перспективы дополнительных поставок со стороны исламской республики в ближайшие месяцы. В принципе стоит отметить, что возвращение на рынок Ирана откладывает момент восстановления равновесия на рынке с 2016г. на 2017/18г. Все это существенным образом увеличивает потенциал пребывания нефтяного рынка в негативном состоянии. Основными точками роста потребления, и, как следствие, балансирующими факторами остаются экономики США и стран АТР. Помимо этого, Китай и Индия продолжают реализовывать программы по пополнению запасов, что также поддерживает спрос на физические поставки. На фоне этого Nordea понижает прогноз по Brent до \$64/bbl с \$67/bbl для второго полугодия 2015г., и до \$72/bbl с \$75/bbl в 2016г.

	Q1	Q2	Q3	Q4	Year
2012	118	109	109	110	112
2013	113	103	108	107	108
2014	108	110	103	77	100
2015E	55	64	63	65	62
2016E	67	70	73	76	72

Рубль в тренде

Рубль заметно просел против доллара и евро в течение июля. В центре внимания была подешевевшая нефть и давление на все валюты развивающихся стран. Снижение рубля было в тренде снижения практически всех валют сырьевых и развивающихся регионов. Бегство капитала из этих валют было обусловлено падением цен на нефть и ожиданием повышения ставки ФРС, о чем мы писали ранее. Для рубля первый из этих двух факторов был важнее. Нефть с середины июля потеряла почти 15%, рубль – 10%. Слабость рубля во многом также была связана с ожиданиями роста спроса на доллар на фоне серьезных погашений по внешнему корпоративному долгу ближе к концу года. Кроме того, продолжение цикла снижения ключевой ставки давит на российскую валюту. ЦБ даже пришлось отказаться от покупки валюты для пополнения валютных резервов в июле, хотя это скорее второстепенный фактор для рынка, поскольку объемы покупок были незначительными. Высокая волатильность рубля в середине лета была связана также с низкой ликвидностью рынка, что традиционно для данного периода.

Среднесрочная перспектива

Рынок сырья продолжит формировать среднесрочные и долгосрочные тенденции для рубля. Мы понизили долгосрочный прогноз по рынку нефти, что неизбежно сказалось на пересмотре прогнозов по рублю. Мы ожидаем некоторого восстановления котировок марки

Brent к концу года, но в краткосрочной перспективе волатильность сырьевого рынка может остаться высокой. В этой связи ориентирами для рубля могут стать значения, представленные в таблице в зависимости от цен на нефть. Значения рассчитаны исходя из регрессионной модели рубля в зависимости от нефти марки Brent.

нефть Brent (\$)	45,00	50,00	55,00	60,00
USDRUB	64,20	61,90	59,50	57,20

Риски

Риски роста волатильности рынка в конце года могут вырасти. Доступ компаний к внешним рынкам капитала остается ограниченным, что в свете рефинансирования внешнего корпоративного долга – достаточно болезненный вопрос. ЦБ пока приостановил годовые аукционы валютного РЕПО, что может оказать давление на рубль в свете роста погашений по внешнему долгу в сентябре-декабре. Риски роста волатильности нефти также никто не отменял. Существуют также риски начала цикла повышения ставок ФРС в сентябре. В итоге, доллар может оказаться волатильным в диапазоне 60—65 рублей в ближайшие недели, с перспективой достижения уровней выше этого диапазона при негативном сценарии. Впрочем мы ждем, что среднее значение рубля против доллара останется близким к 60 к концу года.

Сравнение динамики сырьевых валют
(база - январь 2015)

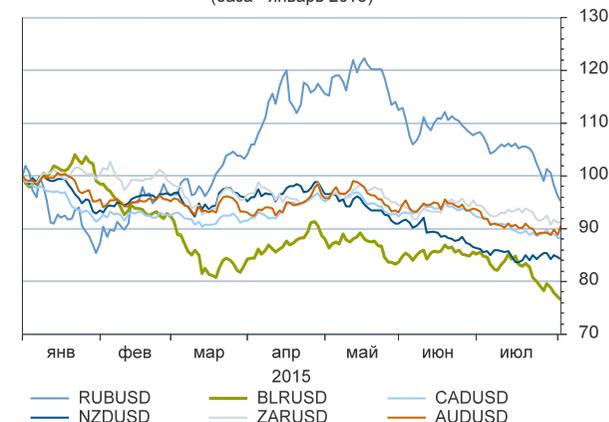


График погашения внешнего долга для корпоративного сектора (млн. долл.)



Денежный рынок

На последнем заседании 31 июля ЦБ снизил ключевую ставку с 11,5% до 11%, продолжив цикл смягчения монетарной политики. С другой стороны, ЦБ снизил темпы снижения ставки, что продиктовано инфляционными рисками. Решение было достаточно ожидаемо для рынка, несмотря на снижение рубля. Ставки овернайт закономерно ушли ниже 11% к нижней границе коридора ЦБ, которая сейчас проходит на 10% (см. график). 3-месячные ставки Mosprime также отыграли решения ЦБ и стоят ниже 12%. ЦБ с потенциалом снижения до 11% к 4-му кварталу. Очевидно, что ждать агрессивного снижения ставок уже не стоит, потенциал ограничен.

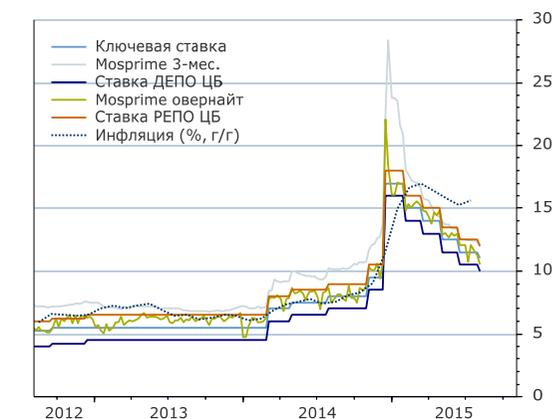
Приоритеты ЦБ неизменны

Инфляция и слабость экономики остаются для ЦБ приоритетными факторами.

В июле наблюдалось ускорение годовой инфляции, что было ожидаемо в связи с повышением тарифов на услуги коммунального хозяйства. По оценкам Банка России, по состоянию на 27 июля годовой темп прироста потребительских цен составил 15,8% после 15,3% в июне. Впрочем, в августе ожидается, что инфляция снова начнет замедление, в том числе на фоне сезонных факторов. Продолжать давить на инфляцию будет потребительский спрос, на фоне продолжения сокращения реальных доходов. В целом, экономика продолжает пребывать в рецессии. ЦБ

обращает внимание на то, что динамика основных индикаторов указывает на дальнейшее охлаждение экономической активности. На экономику оказывают негативное влияние факторы структурного и циклического характера. Потребление домохозяйств падает в реальном выражении, в том числе и вслед за снижением розничного кредитования. Инвестиции в основной капитал с большой долей вероятности продолжат снижаться на фоне негативного ожидания компаний относительно перспектив российской экономики, курса рубля и на фоне жестких условий кредитования, усугубляемыми ограничением доступа к внешним источникам финансирования. Единственное, что поддерживает инвестиции - это реализация государственных антикризисных мер. Из позитивных моментов можно выделить рост чистого экспорта. Мы ожидаем снижения экономики в 2015 году на 3,3%, что находится в рамках ожидания рынка в целом.

Слабость экономики и перспективы сокращения темпов годовой инфляции могут привести к продолжению снижения ключевой ставки ЦБ, и к концу года мы ждем ставку на уровне 10%. Инфляцию к концу года ждем на отметке 11,4%. 3-месячные ставки могут достигнуть 11%-11,5% к концу 2015 года.



Euribor в отрицательной зоне. Последствия и возможности

В апреле 2015 года, впервые за историю своего существования, Euribor 3m ушел в отрицательную зону. Это открыло новую страницу на рынке процентных деривативов:

классические модели расчетов стоимости опционных премий на основе Black-Scholes показали свою непригодность в новых реалиях, и рынок вынужден был переключиться на альтернативные оценочные модели для цены, волатильности и рисков для ограничения потерь при дальнейшем падении ставок, банки повсеместно начали внедрять в кредитные договоры условие о минимальном значении референсной ставки на уровне 0%

Предлагаем рассмотреть одну из возможностей монетизации столь необычной рыночной ситуации. Несмотря на то, что текущая ситуация с отрицательным Euribor для заемщиков в евро безусловно комфортна, многим компаниям может быть интересно отказаться от возможности субсидировать кредитную маржу отрицательной референсной плавающей ставкой в обмен на получение разовой премии.

Инструмент, позволяющий определить рыночную стоимость отказа от отрицательной плавающей ставки в пользу ограничения 0% - опцион на

минимальное значение процентной ставки, или флор (floor). Такое предложение может быть интересно заемщикам, считающим, что в дальнейшем ставки в евро покажут рост, и имеющим кредитные обязательства, в условиях которых не предусмотрено ограничение минимального уровня референсной ставки Euribor.

Ниже приведены расчеты премий при различных структурах кредитного договора:

Таблица опционных премий, индикативно на 05/08/2015

Структура	Страйк	Размер рыночной премии за продажу опциона
3 года, 50 млн евро, буллит, Euribor 1m	0%	200 000 евро или 40 базисных пункта
5 лет, 50 млн евро, буллит, Euribor 1m	0%	360 000 евро или 72 базисных пункта

Указанные выше индикативные уровни премий уплачивает банк в момент заключения сделки. Полученную сумму компании могут направить на досрочное погашение кредита и иные цели.

Однако стоит отметить, что данная стратегия не создает дополнительного риска для заемщиков только в случае, если в параметрах связанного кредита нет условия об ограничении ставки 0%. В противном случае создается спекулятивная позиция на рост процентных ставок, что может привести к потерям.

05.08.15	Индекс деловой активности в сфере услуг еврозоны		Объем промышленного производства в Китае		Число первичных обращений за пособием по безработице США
	Розничные продажи в еврозоне		Розничные продажи в Китае		Продажи домов на вторичном рынке недвижимости США
	Индекс деловой активности в непромышленном секторе США		Объем промышленного производства в еврозоне	21.08.15	Экономический симпозиум в Джексон Хоул
06.08.15	Объем промышленных заказов в Германии	13.08.15	Индекс потребительских цен в Германии	25.08.15	Продажи новых домов в США
	Решение Банка Англии по процентной ставке		Число первичных обращений за пособием по безработице США	26.08.15	Объем заказов на товары длительного пользования в США
	Число первичных обращений за пособием по безработице США		Розничные продажи в США		Розничные продажи в Японии
07.08.15	Объем промышленного производства в Германии	14.08.15	ВВП еврозоны	27.08.15	ВВП США
	Уровень безработицы в США		Индекс потребительских цен в еврозоне		Число первичных обращений за пособием по безработице США
	Число рабочих мест вне сельскохозяйственного сектора США		Индекс цен производителей США		Уровень безработицы в Японии
11.08.15	Индекс настроений в деловых кругах еврозоны ZEW	17.08.15	ВВП Японии	28.08.15	Личные расходы/доходы потребителей в США
	Производительность труда вне сельскохозяйственного сектора США	18.08.15	Число закладок новых домов в США	31.08.15	Chicago PMI
	Расходы на рабочую силу в США	19.08.15	Индекс потребительских цен в США		Индекс деловой активности в производственном секторе Китая
12.08.15	Объем промышленного производства Японии	20.08.15	Экономический симпозиум в Джексон Хоул		Индекс деловой активности в сфере услуг Китая
			Индекс деловой активности в сфере услуг еврозоны	01.09.15	Индекс деловой активности в производственном секторе еврозоны и США

Прогноз Nordea

Валютная пара	Spot	3M	31 дек 15	30 июн 16	31 дек 16
EURUSD	1,0860	1,1000	1,0500	1,0300	1,0000
USDRUB	62,9975	60,0000	59,0000	57,0000	55,0000
EURRUB	68,4165	66,0000	61,9500	58,7100	55,0000
USDCHF	0,9800	0,9545	1,0000	1,0485	1,1000
GBPUSD	1,5576	1,5714	1,5217	1,5147	1,5152
USDJPY	124,4030	125,0000	130,0000	132,5000	135,0000
EURCHF	1,0643	1,0500	1,0500	1,0800	1,1000
EURGBP	0,6972	0,7000	0,6900	0,6800	0,6600
EURJPY	135,1080	137,5000	136,5000	136,4750	135,0000
EURSEK	9,4793	9,3000	9,1000	9,0000	8,9000
EURNOK	8,9931	8,7000	8,5000	8,4000	8,2000
PLNRUB	16,4200	15,2927	14,2500	13,8171	13,0000
HUFRUB	0,2210	0,2023	0,1870	0,1798	0,1677
CZKRUB	2,5305	2,2800	2,2167	2,1377	2,0000
Benchmark	Spot	3M	31 дек 15	30 июн 16	31 дек 16
USDLIBOR 3M	0,3037	0,50	0,85	1,35	2,15
EURIBOR 3M	-0,0240	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05
MOSPRIME 3M	11,8700	11,50	11,00	10,50	10,00

Россия (процентное изменение, если не указано другое)

	2014	2015E	2016E
Потребление домохозяйств	2,5	-5,2	0,5
Гос. потребление	0,4	0,0	0,0
Капитальные инвестиции	-2,5	-5,0	1,0
Экспорт	-0,6	-15,0	5,0
Импорт	-8,6	-25,0	2,0
ВВП	0,6	-3,3	0,3
Номинальный ВВП (млрд. руб.)	70 975	73 520	78 633
Безработица, %	5,2	7,0	6,5
Инфляция, % г/г	11,4	11,5	8,0
Баланс текущего счета, % ВВП	2,5	3,5	2,5
Баланс бюджета, % ВВП	-0,5	-4,0	-3,0

Инвестиционный блок ОАО Нордеа Банк
(тел +7 495 7773477)

Продажи

Илья Савкин (доб. тел. 1035)
ilia.savkin@nordea.ru

Степан Амосов (доб. тел. 4207)
stepan.amosov@nordea.ru

Петрович Юрий (доб. тел. 4270)
yury.petrovich@nordea.ru

Евсикова Юлия (доб. тел. 1343)
yuliya.evsikova@nordea.ru

Бурдун Елена (доб. тел. 4210)
elena.burdun@nordea.ru

Людмила Цирельман (доб. тел. 4257)
liudmila.tsirelman@nordea.ru

Куплаис Эдгар (доб. тел. 1484)
edgar.kuplais@nordea.ru

Чипурной Михаил (доб. тел. 1212)
mikhail.chipurnoy@nordea.ru

Аналитика

Феденков Дмитрий (доб. тел. 3368)
dmitry.fedenkov@nordea.ru

Савченко Дмитрий, CFA (доб. тел. 4194)
dmitry.savchenko@nordea.ru

Давыдов Денис (доб. тел. 3385)
denis.davydov@nordea.ru