

Навигатор

28 Апреля 2016

Главное: Затишье перед маем

Продолжаются спекуляции вокруг монетарных подходов ЕЦБ, ФРС и других институтов. Аппетиты к риску относительно стабильны, но ситуацию остается уязвимой. Риски более медленного роста мировой экономики остаются на повестке дня. Тем не менее, нефть обновила максимумы с осени прошлого года и рубль смотрится неплохо. Возникает вопрос – а не пора ли подстраховаться на случай ухудшения конъюнктуры на мировых площадках?

Содержание

Рынки

- ФРС видит риски, ЕЦБ с ними живет
- Нефть: локальные пики

Валюта

- Рубль на привлекательных уровнях для продажи?

Ставки и денежный рынок РФ

- ЦБ ждет момента
- Экономика в рецессии

Производные инструменты

- Опционная стратегия с гибким профилем выплат

Календарь

Прогнозы курса валют и ставок

Форвардные котировки	1 мес	3 мес	6 мес
USD/RUB	66,4560	67,4630	68,9450
EUR/RUB	75,2303	76,5152	78,4600
Ставки	Знач.	Max 12m	Min 12m
MosPrime ON (%)	11,03	14,83	10,50
MosPrime 3M (%)	11,53	14,38	11,53
Libor 3M (%)	0,30	0,64	0,27
Euribor 3M (%)	-0,02	0,00	-0,27
Treasuries 10Y benchmark (%)	1,86	2,48	1,64
Russia CDS 5yr	NA	378,83	213,83
Фондовые индексы/Сырье	Знач.	Max 12m	Min 12m
RTSI	927,09	1082,21	628,41
Micex	1934,77	1967,26	1584,92
S&P 500	2095,15	2130,82	1829,08
Dax	10299,83	12039,16	8752,87
Brent	46,24	68,22	27,82
Gold	1247,40	1277,50	1049,40

Мировые рынки. Ситуация на глобальных рынках в последнее время выглядит умеренно-оптимистично, чего нельзя однозначно сказать о состоянии ключевых мировых экономик. Действительно, поведение рыночных игроков, как правило, опережает реальное положение дел в экономике, однако это вовсе не означает, что рынкам не свойственно ошибаться. По итогам заседаний ведущих мировых регуляторов мы получаем весьма противоречивые сигналы: с одной стороны, согласно докладом экономические перспективы продолжают улучшаться и даже можно вести речь о скромном росте экономик, с другой - период чрезвычайного денежного стимулирования даже не планируется заканчивать, даже несмотря на отсутствие новых стимулирующих мер со стороны банка Японии. К слову ФРС на прошедшем заседании 27 апреля снова не дал однозначного сигнала к повышению ставок, что является позитивом для рынков.

Несмотря на весьма неоднозначную макроэкономическую статистику, американские фондовые площадки в районе исторических максимумов. Сырьевые активы с начала года преимущественно в плюсе, сводный индекс сырьевых товаров (Bloomberg Commodity Index) прибавляет ~6%.

Нефть. Самым ожидаемым событием апреля на рынке «черного золота» стала встреча нефтедобывающих стран в столице Катара. Итоги, как известно отрицательные, странам – ключевым производителям нефти так и не удалось прийти к соглашению о заморозке добычи. Основными причинами такого исхода стали старые противоречия саудовской и иранской сторон, обострившиеся с новой силой непосредственно накануне

встречи. В итоге декларация о замораживании уровня производства не подписана, а дальнейшие переговоры перенесены на июнь – до момента следующего заседания ОПЕК. Результатом этого стала достаточно резкое снижение цен на контракты (-5%) в первый торговый день, и ситуация могла бы получить большее негативное развитие, однако «на помощь» подоспела новость о забастовке кувейтских нефтяников. Как исход – на текущий момент, сформировавшийся статус-кво сохраняется, Brent торгуется в диапазоне \$42-46/bbl. С учетом того, что фундаментальные данные явно не способствуют развитию положительной динамики, основным вопросом становится дальнейшее развитие событий на нефтяном рынке. Первым вариантом может стать сползание или достаточно заметная коррекция вниз, Brent \$30-40/bbl. Вторым – консолидация цен в широком «боковике», Brent \$40-50/bbl. Против первого выступают, но не исключают его полностью, следующие основные факторы: 1) на рынке уже фактически состоялась, так называемая естественная заморозка добычи. Ключевые игроки на фоне снижения инвестиций и продолжительного периода низких цен не вводят в эксплуатацию новые проекты, что приводит к выбытию части поставок нефти на рынок. Более того, у ряда стран-экспортеров наблюдается не просто стагнация, а реальное сокращение добычи; 2) продолжающаяся достаточно мягкая денежно-кредитная политика, проведение новых стимулирующих мер ведущими мировыми регуляторами, что повышает интерес к сырьевым активам; 3) и наконец, основные страны-производители нефти по-прежнему придерживаются своей

позиции в вопросе заморозки объемов добычи, что также вносит позитивный эффект в цены. В свою очередь негативный сценарий на рынке может реализоваться и набрать силу в случаях резкой смены риторики ФРС США в отношении проводимой монетарной политики, а также в том случае, если экономика Поднебесной неожиданно преподнесет неприятный сюрприз. Однако с учетом текущих подходов в области ДКП, применяемых упомянутыми регуляторами, данный вариант не рассматривается как оптимальный. Кроме того, не стоит забывать об «иранском факторе», но и здесь не все так однозначно. Исламская республика остро нуждается в инвестициях в нефтегазовый сектор, который в основном остается в руках государства. Это сдерживает иностранный капитал. На этом фоне с большей вероятностью рынок до конца года будет пребывать в «боковике» с небольшой тенденцией к росту цен, исключая кратковременные реакции на отдельные события.

Прогноз цен на нефть, Brent USD/bbl

	Q1	Q2	Q3	Q4	Год
2016E	33	39	43	50	41
2017E	55	57	63	66	60

Рубль восстановился

Рубль с начала года успел побывать и среди аутсайдеров среди сырьевых валют и среди лидеров. Сейчас с начала года рубль прибавляет более 10%. Нефть пока радует поклонников сырьевых и развивающихся валют. Спрос на рублевые активы сохраняется. Гипермягкая политика ЕЦБ, менее агрессивные ожидания от ФРС, и смягчения политики другими центральными банками пока не дают аппетитам к риску просесть. С другой стороны с текущих отметок на наш взгляд потенциал рубля выглядит очень ограниченным и не исключено, что текущие уровни – неплохой момент для покупки валюты.

Среднесрочная перспектива

Потенциал упирается в потолок по рынку нефти, который является главным фактором для рубля. Для наглядности представим таблицу равновесных цен по рублю исходя из различных сценариев нефти. Регрессионный анализ говорит, что даже при цене нефти 55 долл. за баррель Brent, что является нашим прогнозом только на конец первого квартала 2017 года, соответствующий уровень рубля против доллара находится на уровне 60.5. С текущих отметок это всего лишь 10-процентный потенциал роста, что для текущей волатильности почти ничего. С другой стороны риски просадки цен на нефть остаются высокими, а значит от таких рисков стоит страховаться. Кроме того, даже при

очень оптимистичном сценарии на рынке нефти ниже 60 рублей за доллар могут возобновиться спекуляции относительно возможных покупок рубля в резервы ЦБ, что также ограничит потенциал для рубля. В итоге диапазон 60-65 рублей за доллар мы бы рассматривали как неплохой момент для покупки валюты, или как минимум для хеджирования валютных рисков.

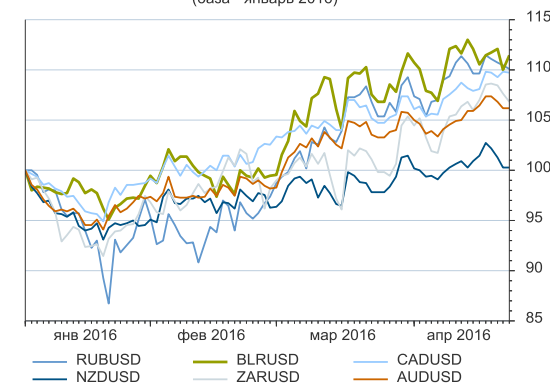
ЦБ и другие факторы

Регулятор сохраняет жесткую риторику, но это не является в строгом понимании поддержкой рублю. Среднесрочно фактор ЦБ не сможет заметно сказаться на валютном рынке. Что касается бюджета, то по нашим прогнозам рублевая цена за баррель нефти вернется к условно-комфортным отметкам выше 3000 рублей к началу второго полугодия, что умерит спекуляции против рубля.

Прогноз

К началу 2-го квартала мы по-прежнему видим доллар на уровне 70 рублей, нефть на уровне 43 долл. за баррель Brent. На конец года мы ждем доллар на уровне 62 рублей при нефти близкой к 50 долл. Пара евро/доллар в связи с пересмотром повышения ставок ФРС ожидается к концу года на уровне 1.05, евро на уровне 65.1 рубля.

Сравнение динамики сырьевых валют
(база - январь 2016)



Денежный рынок

Ставки овернайт перешли порог ключевой ставки и в ближайшее время могут тяготеть к нижней границе коридора ЦБ на 10%. 3-месячные ставки Mosprime немного снизились, приблизившись к 11.5%. Инфляция после снижения в начале года может стабилизироваться недалеко от 7%. ЦБ на наш взгляд будет иметь достаточно аргументов для продолжения снижения ставки в 2016 году.

ЦБ

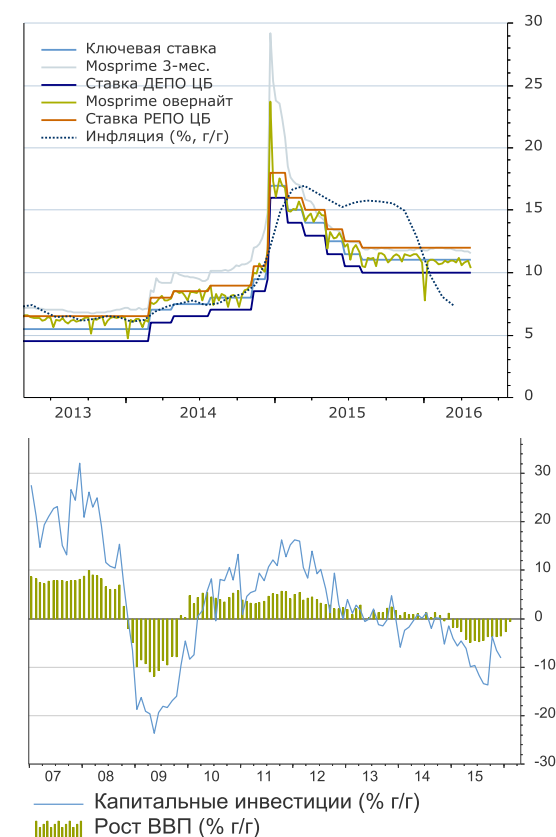
Инфляция снизилась в начале года, пусть даже за счет эффекта высокой базы. Годовой темп роста потребительских цен снизился с до 7.3% по состоянию на март 2016 года. Но сохраняется высокий риск того, что годовая инфляция может застрять в окрестности 7% до конца 2016 года. В частности это один из аргументов ЦБ для принятия решения не снижать ставку раньше времени. Кроме того, продолжают вливания ликвидности в экономику со стороны бюджета, что само по себе смягчает монетарные условия и отчасти является инфляционным риском. С другой стороны, несмотря на более оптимистичный старт года, чем прогнозировалось ранее, экономике в 2016 году понадобится, в том числе, и монетарный стимул. По нашим прогнозам в 2016 году спад в экономике составит 1,3%. Потребительский сектор останется главным тормозом роста, сокращаясь темпами 4%-5% в этом году. В итоге перед ЦБ как

обычно стоит непростая задача. С другой стороны регулятор уже добился многого. Например похоже, что рынок отчасти уверовал в возможность снижения инфляции к концу 2017 года до достаточно низких отметок. Об этом говорят длинные ставки – и это заслуга ЦБ.

Прогноз

На наш взгляд ЦБ пойдет на снижение ключевой ставки как минимум 1 раз в 2016 году. Пока ЦБ закладывает в базовый сценарий прогноза среднюю цену на нефть в 30 долларов США за баррель в 2016 году, а значит регулятор закладывает ослабления рубля и соответствующие инфляционные риски. Прогноз цен на нефть может быть пересмотрен к середине года в сторону повышения, и если это произойдет, то будет намного больше поводов для снижения ставки.

С учетом перечисленного выше мы ждем снижения ставки ЦБ к концу года до 10%. 3-месячные ставки могут продолжить медленно снижаться с перспективой снижения до 11% в 2016 году и этот процесс уже виден на рынке.



Арбитражные возможности для заемщиков в евро

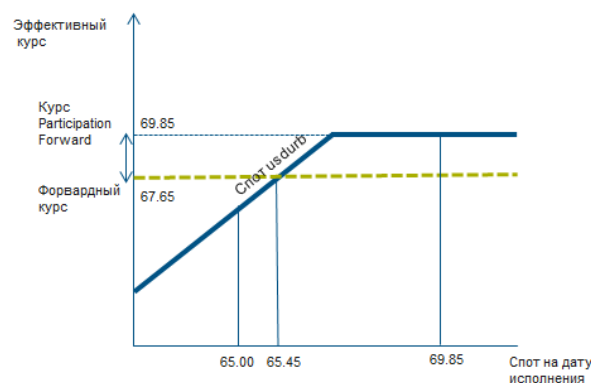
Participation Forward: опционная стратегия с гибким профилем выплат

Компании, рассматривающие хеджирование валютных рисков, часто задаются вопросом ограничения убытков в случае разворота валютного курса в противоположную сторону. Классическая продуктовая линейка, состоящая из форвардов и покупки опционов, предоставляет простой и прозрачный рисковый профиль, но зачастую уступает в гибкости. Предлагаем рассмотреть популярную среди импортеров стратегию Participation Forward (от англ. Participation – участие), которая даёт возможность одновременно ограничить риск максимального роста курса, но при этом сохраняет возможность воспользоваться благоприятной конъюнктурой в случае укрепления рубля.

Participation Forward заключается в одновременной покупке опциона Call usdru и продаже Put usdru на одинаковые даты и страйки, но с разным номиналом. Стратегия предоставляет 100% хедж от риска роста USDRUB выше страйк-курса, при этом сохраняя возможность получения прибыли от укрепления рубля ниже страйка. Для достижения нулевой начальной стоимости можно

подобрать страйк так, чтобы премии по купленному и проданному опциону были равны.

Профиль выплат Participation Forward



Пример 3-месячного Participation Forward (покупка usdru)

Курс Participation Forward	69.85	69.85
Спот USDRUB на дату истечения срока	65.00	75.00
Результат	Покупка 50% номинала по спот курсу 65.00	Исполнение опциона Call по страйку 69.85:
	Покупка 50% по 69.85	
Эффективный курс	67.425	69.85
Форвардный курс	67.65	67.65

Параметры:

Покупка call USDRUB по страйку 69.85, номинал USD 1 млн.

Продажа call USDRUB по страйку 69.85, номинал USD 0.5 млн.

Референсный спот-курс на дату покупки Participation Forward: 66.00

Zero Cost – премия по проданному опциону равна премии по приобретенному

Как видно из примера, компания фиксирует максимальный уровень usdru на изначально более высоком по сравнению с форвардным курсом, однако сохраняет возможность поучаствовать в укреплении рубля при снижении курса usdru ниже страйка. Точка безубыточности (по сравнению с простым форвардом) с параметрами, указанными выше, достигается при падении usdru до уровня 65.45 на дату истечения срока.

Есть возможность подбирать номиналы по Participation Forward также и в другой пропорции – например, номинал по проданному опциону может подбираться в размере 70% от купленного опциона. В такой ситуации, курс Participation Forward будет ближе к форвардному курсу, но даст возможность участвовать только в 30% от укрепления рубля от страйка.



27.04.16	Индекс потребительского доверия в Германии от GfK		Расходы на строительство в США		Решение Банка Англии по процентной ставке
	ВВП Великобритании	03.05.16	Индекс деловой активности в производственном секторе Китая		Число первичных обращений за пособием по безработице США
	Решение ФРС США по процентной ставке		Индекс цен производителей еврозоны	13.05.16	Индекс потребительских цен в Германии
	Заявление Комитета по открытым рынкам ФРС США	04.05.16	Индекс деловой активности в сфере услуг Германии		ВВП еврозоны
28.04.16	Уровень безработицы в Японии		Индекс деловой активности в сфере услуг еврозоны		Розничные продажи в США
	Розничные продажи в Японии		Изменение количества рабочих мест в частном секторе США от ADP		Индекс цен производителей США
	Объем промышленного производства в Японии		Расходы на рабочую силу в США		Товарно-материальные запасы компаний США
	Число первичных обращений за пособием по безработице США		Индекс деловой активности в непроизводственном секторе США	17.05.16	Индекс цен производителей Великобритании
	ВВП США		Объем фабричных заказов в США		Индекс потребительских цен в США
29.04.16	Розничные продажи в Германии	05.05.16	Индекс деловой активности в сфере услуг Китая		Объем промышленного производства США
	Индекс потребительских цен в еврозоне		Число первичных обращений за пособием по безработице США		Число закладок новых домов в США
	Уровень безработицы в еврозоне	06.05.16	Уровень безработицы в США	18.05.16	Уровень безработицы в Великобритании
	Индекс стоимости рабочей силы в США		Число рабочих мест вне сельскохозяйственного сектора США		Индекс потребительских цен в еврозоне
	Личные расходы/доходы потребителей в США	09.05.16	Торговый баланс Китая	19.05.16	Розничные продажи в Великобритании
	Chicago PMI		Индекс доверия инвесторов в еврозоне Sentix		Число первичных обращений за пособием по безработице США
02.05.16	Индекс деловой активности в производственном секторе Японии	10.05.16	Индекс потребительских цен в Китае	20.05.16	Продажи домов на вторичном рынке недвижимости США
	Индекс деловой активности в производственном секторе Германии		Оптовые запасы в США	24.05.16	ВВП Германии
	Индекс деловой активности в производственном секторе еврозоны	11.05.16	Объем промышленного производства в Великобритании		Объем заказов на товары длительного пользования в США
	Индекс деловой активности в производственном секторе США	12.05.16	Объем промышленного производства в еврозоне		Продажи новых домов в США

Прогноз Nordea

Валютная пара	Spot	3М	31 дек 16	30 июн 17	31 дек 17
EURUSD	1,1283	1,1600	1,1200	1,0500	1,1000
USDRUB	66,3110	65,0000	62,0000	58,0000	57,0000
EURRUB	74,8167	75,4000	69,4400	60,9000	62,7000
USDCHF	0,9749	0,9655	1,0089	1,0857	1,0455
GBPUSD	1,4556	1,5467	1,5775	1,5672	1,5068
USDJPY	110,8870	115,0000	112,0000	110,0000	105,0000
EURCHF	1,0999	1,1200	1,1300	1,1400	1,1500
EURGBP	0,7751	0,7500	0,7100	0,6700	0,7300
EURJPY	125,1120	133,4000	125,4400	115,5000	115,5000
EURSEK	9,1554	9,1000	8,9000	8,8000	8,8000
EURNOK	9,2320	9,2000	8,9000	8,7000	8,5000
PLNRUB	17,0250	18,4545	17,3929	15,5000	15,5610
HUFRUB	0,2392	0,2578	0,2385	0,2134	0,2127
CZKRUB	2,7685	3,0355	2,7894	2,4800	2,4538
Benchmark	Spot	3М	31 дек 16	30 июн 17	31 дек 17
USDLIBOR 3М	0,6339	0,65	0,85	1,30	1,80
EURIBOR 3М	-0,2500	-0,35	-0,35	-0,35	-0,35
MOSPRIME 3М	11,6000	11,5000	10,7000	10,0000	9,5000

Россия: макропоказатели (процентное изменение, если не указано другое)

	2014	2015E	2016E	2016E
Потребление домохозяйств	2,5	-9,0	-4,0	1,5
Гос. потребление	0,4	0,0	0,0	0,0
Капитальные инвестиции	-2,5	-6,0	0,0	3,0
Экспорт	-0,6	-25,0	-10,0	7,0
Импорт	-8,6	-35,0	-15,0	2,0
ВВП	0,6	-3,7	-1,3	1,1
Номинальный ВВП (млрд. руб.)	70 975	73 520	78 633	90 343
Безработица, %	5,2	5,8	6,5	6,3
Инфляция, % г/г	11,4	12,9	6,9	5,3
Баланс текущего счета, % ВВП	2,5	3,5	2,5	2,0
Баланс бюджета, % ВВП	-0,5	-4,0	-3,0	-3,0

Инвестиционный блок ОАО Нордеа Банк

Продажи

Москва

+7 495 777 34 77

Амосов Степан

(доб. тел. 4207)

stepan.amosov@nordea.ru

Бурдун Елена

(доб. тел. 4210)

elena.burdun@nordea.ru

Евсикова Юлия

(доб. тел. 1343)

yuliya.evsikova@nordea.ru

Куплаис Эдгар

(доб. тел. 1484)

edgar.kuplais@nordea.ru

Савкин Илья

(доб. тел. 1035)

ilia.savkin@nordea.ru

Петрович Юрий

(доб. тел. 4270)

yury.petrovich@nordea.ru

Чипурной Михаил

(доб. тел. 1216)

mikhail.chipurnoy@nordea.ru

Цирельман Людмила

(доб. тел. 4257)

liudmila.tsirelman@nordea.ru

Санкт-Петербург

+7 812 635 70 85

Козбенко Александр

(доб. тел. 208)

aleksandre.kozbenko@nordea.ru

Деревянных Александр

(доб. тел. 108)

alexander.derevyannykh@nordea.ru

Спидлер Моника

(доб. тел. 408)

monika.spindler@nordea.ru

Капитонов Михаил

(доб. тел. 411)

mikhail.kapitonov@nordea.ru

Аналитика

+7 495 777 34 77

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