

Навигатор

4 декабря 2013

Главное: Рубль – антигерой года

Рубль, упав с начала года более чем на 40% стал главным ньюсмейкером. Рынку сложно что-то противопоставить падению цен на нефть. Падение котировок нефти до многолетних минимумов на фоне отсутствия глобального кризиса выглядит по меньшей мере странно, но остается только развести руками. Где рубль может нащупать минимумы и когда это произойдет – главный вопрос сегодня.

Содержание

Рынки

- Нефть: новая эра?

Валюта

- Евро продолжит падение
- Рубль закладывает самый пессимистичный сценарий

Ставки и денежный рынок РФ

- ЦБ зажимает ликвидность
- Экономика уже в стагфляции

Финансовые инструменты

- Управление валютными рисками в периоды волатильности USDRUB

Прогнозы курса валют и ставок

Форвардные котировки	1 мес	3 мес	6 мес
USD/RUB	54,6513	55,6375	57,3037
EUR/RUB	67,7947	69,0525	71,1775
Ставки	Знач.	Max 12m	Min 12m
MosPrime ON (%)	10,19	10,99	5,40
MosPrime 3M (%)	12,75	12,75	6,95
Libor 3M (%)	0,23	0,25	0,22
Euribor 3M (%)	0,06	0,32	0,05
Treasuries 10Y benchmark (%)	2,29	3,01	2,09
Russia CDS 5yr	328,15	328,15	135,70
Фондовые индексы/Сырье	Знач.	Max 12m	Min 12m
RTSI	925,43	1454,02	925,43
Micex	1583,12	1583,12	1237,43
S&P 500	2066,55	2072,83	1741,89
Dax	9934,08	10029,43	8571,95
Brent	70,95	115,50	70,67
Gold	1195,00	1385,00	1142,00

Глобальная экономика

Риски роста мировой экономики в последнее время принимают все более негативные очертания. В то время как экономики США и Великобритании все меньше нуждаются в стимулирующих мерах, такие гранды как ЕС, и КНР, напротив демонстрируют явно не лучшую форму. В целом мировая экономика растет достаточно скромно, неравномерно и сталкивается с все большими рисками. Основные причины прежние: необходимость проведения структурных реформ, наряду с высоким уровнем государственного долга, сдержанным потреблением в развитых экономках; и замедление темпов роста и кредитные проблемы - в развивающихся. Рост рисков отмечен в следующих областях: геополитическая стабильность, усиление оттока капитала с развивающихся площадок, снижение инвестиционной активности.

Основной темой для США на ближайшую перспективу остается время запуска цикла повышения ставок при одновременном обеспечении сохранения темпов экономического роста. Наши ожидания прежние – ФРС начнет действовать с июня 2015г. Для Еврозоны наиболее актуальным остается вопрос объемов программы количественного смягчения «по-европейски» с целью стимулирования экономики по выходу ее из дефляции, текущий уровень крайне низких ставок сохранится на протяжении 2015-2016гг. Китай продолжит поэтапное проведение реформ и финиширует 2014 год в рамках планового 7.5% роста ВВП, сохранив рост выше 7% в следующие 2 года. На фоне этого инвестиции в потенциально рискованные активы продолжают быть сдержанными, а долларовые активы продолжают пользоваться повышенным спросом.

Нефть

Нефтяной рынок не получил поддержку ОПЕК, решением которой стало сохранение квот на прежнем уровне, и как итог продолжил ценовое движение вниз. Напомним, что отрицательная динамика на рынке сохраняется практически непрерывно с середины июня и составляет к сегодняшнему дню более 35% по Brent, цены на основные контракты продолжают обновлять многолетние минимумы. Достаточно резкий разворот рынка от дефицита предложения в сторону перенасыщения, стал неприятным сюрпризом для большинства участников рынка. Среди ключевых драйверов, приведших к данному снижению можно отметить замедление роста спроса на нефть, при одновременном увеличении объемов поставок на рынок. В частности темпы прироста спроса на нефть в этом году грозят стать минимальными за последние пять лет. Очевидно, что проблему избыточного предложения на рынке в ближайшее время решить не удастся, и соответственно скорого возвращения к прежним уровням ожидать не стоит. Вместе с тем в перспективе цены на «черное золото» должны сформировать новое равновесное значение, т.к. нефтяные компании неизбежно пойдут на сокращение инвестиций, что в конечном счете отрицательно скажется на росте предложения. Пока же на рынке нет четких признаков того, что текущее падение цен на нефть смогло оказать существенное влияние на поставки, слабые цены как ожидается, сохранятся до середины 2015г., исключая случаи неожиданных перебоев поставок. В первую очередь снижение цен должно затронуть производителей т. н. трудноизвлекаемой нефти. Несмотря на то, что производственный цикл по сланцевой нефти короче, а цены быстрее адаптируются к рыночным

условиям, данная нефть, бесспорно, остается гораздо более дорогостоящей в сравнении с традиционной. Вопрос, до какого уровня должны снизиться цены, чтобы темпы производства замедлились? Ответ на вопрос весьма затруднителен с учетом всей специфики добычи, однако большинство экспертов сходятся во мнении, что это уровень в районе \$60-70/bbl, но и в этом случае стоит помнить о существующей силе инерции. Что же касается традиционных способов добычи, то здесь еще достаточно большой запас прочности, а размах безубыточности варьирует в диапазоне \$5-25/bbl. Накануне один из членов королевской семьи Саудовской Аравии – принц Турки, сообщил, что королевство подумает о сокращении добычи, только если то же самое сделают другие страны – производители нефти, включая Россию. Таким образом, в борьбе за рынки сбыта основные игроки будут жертвовать доходами, и Россия не станет исключением. Закончилась ли эра \$100+ нефти пока все же не очевидно, но пауза затянется надолго.

Ожидания: цены пока останутся под сдержанным давлением и могут продолжить обновлять минимумы. Однако ближе к окончанию текущего года мы ожидаем, что цены стабилизируются на уровне \$75/bbl Brent.

	Q1	Q2	Q3	Q4	Year
2013	113	103	110	109	109
2014E	108	110	103	80	100
2015E	73	73	78	80	76
2016E	81	83	87	89	85

Факторы падения рубля

Рубль на исторических минимумах. Главный негатив исходит от рынка нефти, где после решения ОПЕК оставить квоты добычи неизменными дно падения пока не обнаружено. На втором месте по степени негативного влияния на рубль стоит геополитика. Далее по степени важности идут покупка валюты населением, спекулятивный спрос. Из 40% падения рубля против доллара с начала этого года 25% обусловлено движением нефти, 15% - геополитикой (данные регрессионной модели, см. график).

ЦБ

Санкции закрыли доступ к западным рынкам капитала, и для погашения внешних заимствований компании могут либо покупать валюту на внутреннем рынке, либо занимать у ЦБ. В этом свете многое зависит от ЦБ, который после прекращения активных интервенций на валютном рынке начал предлагать банкам валюту на возвратной основе. Сейчас ЦБ снизил ставки и с 8 декабря начнет проводить валютные аукционы РЕПО на сроки 12 месяцев, 28 дней и 1 неделя со ставкой Libor +50 б.п. Ранее ставка была Libor +150 б.п., и спрос был небольшой. Но в связи со снижением ставки данный инструмент уже в ближайшее время может стать одним из основных с точки зрения поддержки рубля.

Перспективы

Рубль продолжит в декабре двигаться в связке с ценами на нефть. С другой стороны негативно скажется календарь

погашения внешнего корпоративного долга. В декабре российским компаниями придется погасить немало внешних долгов. К настоящему моменту компании аккумулировали большую часть необходимых денег, но в любом случае может обостриться ситуация с нехваткой валютной ликвидности, усугубленная закрытыми внешними рынками капитала. Внимание как всегда в этой связи будет приковано к ЦБ, который может продолжить предлагать рынку валюту через РЕПО, поддерживая рубль. Также не исключено повышение ключевой ставки. Совокупность всех этих факторов приведет к сильной волатильности, хотя базис для рубля останется прежним – цены на нефть. Если «черное золото» продолжит снижение ниже 70 долл., то доллар против рубля будет искать равновесные точки выше 55. Если нефть стабилизируется в диапазоне 60-70 долл. за баррель, а геополитические риски как минимум не увеличатся, то в начале 2015 года можно рассчитывать и на стабилизацию курса рубля, тем более что календарь погашений внешних займов тяжелый в декабре и намного более спокойный в начале 2015 года.

Евро/доллар

Евро продолжит оставаться под давлением на ожиданиях полноценной программы количественного смягчения в Европе. ФРС, которая завершила программу QE и ожидания роста долларовых ставок продолжают расти. Первое повышение ключевой ставки ФРС мы ждем в середине 2015 года. ЕЦБ будет держать ключевую ставку в нуле как минимум на протяжении всего следующего года.



Source: Nordea Markets and Macrobond

Денежный рынок

Многое на денежном рынке зависит от ситуации на валютном. ЦБ с начала этого года повысил ключевую ставку на 400 б.п. для того, чтобы сделать спекуляции против рубля менее выгодными. Дальнейшее повышение ставки исключать нельзя, принимая во внимание то, что происходит с рублем. Кроме того стоит обратить внимание на риторику ЦБ, который заявил о сокращении предоставления рублевой ликвидности через свои механизмы все для того же – для борьбы со спекуляциями против рубля. Постепенно ЦБ будет сокращать предоставление рублей на недельных аукционах РЕПО. Операции СВОП уже ограничены потолком 2 млрд. долл. Все это пока не оставляет шанса ставкам снизиться. Однодневные ставки для банков первого круга будут упираться в верхнюю границу ЦБ на 10.5%, а трехмесячные ставки, вероятно, продолжат рост. Сейчас 3-м топсрпите уже почти достигла отметки 13% - максимума с кризисного 2009 года. В самой ближайшей перспективе 3-месячные ставки могут достигнуть 15%.

Инфляция

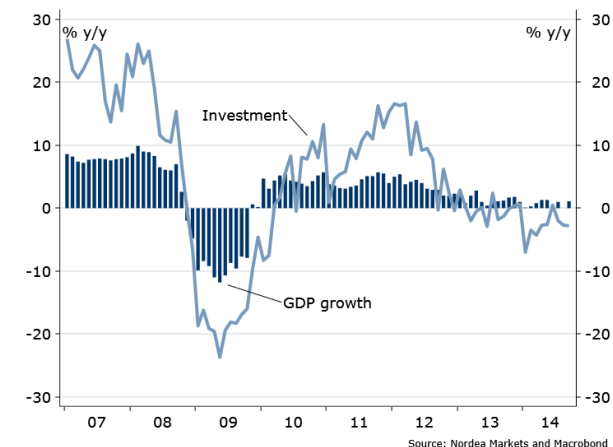
Попытки ЦБ ограничить падения рубля преследуют цель оказать сдерживающее влияние на инфляцию. Рост потребительских цен значительно ускоряется на фоне падения рубля и ограничения на ввоз продовольствия из стран Евросоюза, США, и других

стран. Продуктовая инфляция растет быстрее и достигла в ноябре 12% и это не предел.

Падение рубля – главная причина. Снижение российской валюты на 10% приносит 2.5% инфляции в среднесрочной перспективе, несложно посчитать, что падение рубля в начала года на 40% может в итоге привести к росту потребительской корзины на 10% помимо других факторов, таких как рост тарифов. В этом году инфляция может достичь 9.5%, выйдет на пик в первой половине 2015 года и начнет замедляться только в конце следующего года. Только тогда ЦБ может рассмотреть смягчение монетарной политики, но тут все будет зависеть от рубля.

Экономика

Высокие ставки бьют по капитальным инвестициям, которые продолжают сокращаться - на конце года можно ждать более 5% падения г/г. Рост потребительского сектора быстро сокращается и в итоге экономика в ближайшие кварталы будет балансировать на грани рецессии. Слабый рубль помогает наполнять бюджет и поддерживает экспортно-ориентированную экономику, но это не способно обеспечить рост экономики. Мы ожидаем роста экономики России на 0.4% по итогам 2014 года. В 2015 году оптимистично будет предположить нулевой рост. ЦБ будет находиться под давлением, но говорить о снижении ставки пока не приходится



Управление валютными рисками в периоды высокой волатильности USDRUB

Резкое падение рубля вызвало значительный рост волатильности валютных опционов USDRUB. Как следствие, Компании, использующие опционы для управления валютными рисками, столкнулись с удорожанием страховки. Так 3-месячные опционы на покупку USDRUB со страйком, равным форвардному курсу, с конца октября подорожали в два раза. Предлагаем рассмотреть альтернативные опционные стратегии, позволяющие ограничить валютные риски. Стратегии Call Spread и Seagull позволяют значительно снизить расходы по хеджированию, однако предоставляют ограниченную страховку от девальвации рубля.

1) Call Spread (колл спред)

Стратегия включает одновременную покупку и продажу опциона USDcall/RUBput с одинаковым номиналом, но разной ценой исполнения (страйк). Например:

Покупка USDcall/RUBput с ценой исполнения 56,00 по премии 6,00% и продажа USDcall/RUBput с ценой исполнения 60,00 и премией 3,75% (Банк уплачивает Компании премию). Срок—3 месяца. Далее, в зависимости от рыночного курса USDRUB на момент исполнения опционов, возможны следующие расчеты:

$USDRUB < 56,00$ — у Компании сохраняется возможность проводить конверсию по рыночному курсу

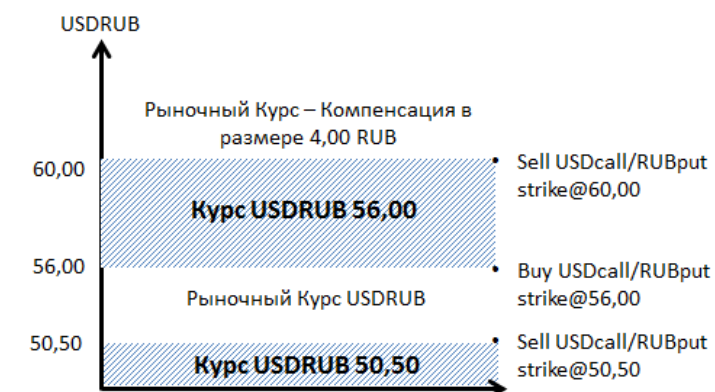
$56,00 < USDRUB < 60,00$ — курс исполнения 56,00

$USDRUB > 60,00$ — конверсия по рыночному курсу - субсидия 4 RUB от Банка.

По сравнению с обычной стратегией по покупке опциона USDRUB, стратегия позволяет значительно сэкономить размер уплачиваемой премии - 2,25% (Уплата премии 6,00% за покупаемый опцион— 3,75% уплачивает Банк за продаваемый опцион). Однако важно отметить, что в случае роста рыночного курса $USDRUB > 60,00$, стратегия предоставляет только ограниченную страховку.

2) Seagull (чайка)

Стратегия аналогична Call Spread, но дополнительно включает проданный опцион по уровню USDRUB 50,50. Премия, уплачиваемая Банком за этой опцион, делает стратегию бесплатной, но ограничивает возможности по получению дополнительной прибыли Компании от укрепления рубля ниже уровня USDRUB 46,00, поскольку в этом случае Компания будет иметь обязательство покупать у Банка доллары по курсу 50,50 (рыночный курс будет ниже, например, 49).



04.12.14	Решение Банка Англии по процентной ставке Решение ЕЦБ по процентной ставке Число первичных обращений за пособием по безработице США		Объем промышленного производства в Китае Объем промышленного производства в еврозоне Индекс цен производителей США	19.12.14	Индекс деловой активности в Японии Индекс потребительского доверия в Германии от GfK
05.12.14	Объем промышленных заказов в Германии ВВП еврозоны Уровень безработицы в США Производственные заказы в США	15.12.14	Парламентские выборы в Японии Объем промышленного производства США Коэффициент загрузки производственных мощностей США	22.12.14	Вторичный рынок жилья США
08.12.14	Заседание министров финансов еврозоны ВВП Японии Объем промышленного производства в Германии	16.12.14	Индекс деловой активности в производственном секторе Китая (HSBC) Индекс деловой активности в производственном секторе еврозоны Индекс настроений в деловых кругах еврозоны ZEW	23.12.14	ВВП Британии ВВП США Личные расходы и доходы потребителей в США
09.12.14	Саммит министров экономики и финансов Евросоюза Оптовые запасы в США		Число закладок новых домов в США	24.12.14	Число первичных обращений за пособием по безработице США
10.12.14	Индекс потребительских цен в Китае Индекс цен производителей Китая	17.12.14	Индекс потребительских цен в еврозоне Индекс потребительских цен в США Решение ФРС США по процентной ставке	25.12.14	Рождество
11.12.14	Число первичных обращений за пособием по безработице США Розничные продажи в США	18.12.14	Индекс настроений в деловых кругах Германии Ifo Число первичных обращений за пособием по безработице США	30.12.14	Chicago PMI
12.12.14	Объем промышленного производства Японии			31.12.14	Прогноз количества созданных рабочих мест от ADP в США
				01.01.15	Число первичных обращений за пособием по безработице США
				02.01.15	Индекс промышленного производства в еврозоне Индекс промышленного производства в Британии Индекс промышленного производства в США Расходы на строительство в США

Прогноз Nordea

Валютная пара	Spot	3M	30 июн 15	31 дек 15	31 дек 16
EURUSD	1,2314	1,2000	1,1800	1,1500	1,1500
USDRUB	53,4950	52,0000	52,0000	48,0000	46,0000
EURRUB	65,8732	62,4000	61,3600	55,2000	52,9000
USDCHF	0,9770	1,0167	1,0339	1,1130	1,1304
GBPUSD	1,5686	1,5789	1,5733	1,5541	1,5541
USDJPY	119,6760	115,0000	120,0000	125,0000	125,0000
EURCHF	1,2031	1,2200	1,2200	1,2800	1,3000
EURGBP	0,7850	0,7600	0,7500	0,7400	0,7400
EURJPY	147,3660	138,0000	141,6000	143,7500	143,7500
EURSEK	9,2692	9,2000	9,1000	8,9000	8,7000
EURNOK	8,6630	8,4000	8,4000	8,2000	8,1000
PLNRUB	15,8500	14,8571	14,2698	13,1429	13,2250
HUFRUB	0,2145	0,1950	0,1859	0,1725	0,1706
CZKRUB	2,3856	2,2691	2,2313	2,0444	2,0346
LTLRUB	19,0800	18,0712	17,7701	15,9861	15,3200
Benchmark	Spot	3M	30 июн 15	31 дек 15	31 дек 16
USDLIBOR 3M	0,2346	0,25	0,60	1,40	2,75
EURIBOR 3M	0,0810	0,05	0,05	0,05	0,10
MOSPRIME 3M	12,7600	13,00	12,00	11,50	10,50

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

Продажи

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

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