

Главное: Рынок ждет

Геополитические темы неожиданно стали во главу угла за прошедший месяц. Прежний ход событий был несколько нарушен, хотя для развитых рынков мало что изменилось. Статистика позволяет как минимум надеяться на поступательное восстановление мировой экономики, даже несмотря на некоторые пробуксовки развивающихся площадок.

На российском рынке волатильность котировок и настроений остается высокой. Рубль, несмотря на восстановление, остается под угрозой повышенного давления, а ЦБ РФ сумел удивить реформистским настроем...

В целом, осень началась продуктивно, и чем дальше, тем становится интереснее, ведь теперь рынку придется гадать, как перестать печатать деньги так, чтобы рост не испарился.

Основные индикаторы

Форвардные котировки	1 мес	3 мес	6 мес
USD/RUB	32.88	33.2075	33.67
EUR/RUB	43.6575	44.1	44.735
Денежный рынок	Знач.	Max 12m	Min 12m
MosPrime 1M (%)	6.53	6.91	6.22
MIBOR 1m (%)	6.79	7.55	6.87
RUONIA 1d (%)	6.14	6.66	4.46
Implied NDF yield 6m%	6.19	6.69	5.89
Долговой рынок	Знач.	Max 12m	Min 12m
Russia CDS 5yr	169.38	343	119
Eurobond Russia 30Y	4.345	4.684	2.516
EMBI +	141.22		
Фондовые индексы	Знач.	Max 12m	Min 12m
RTSI	1401.46	1635.50	1233.04
Micex	1450.23	1562.93	1281.89
S&P 500	1683.42	1683.42	1351.30
DJIA	15300.64	15658.36	12542.38
Brent	112.79	129.43	89.00

Содержание

Ставки и денежный рынок РФ

- ЦБ не пошел на смягчение политики...
- ... но сделал ряд судьбоносных заявлений
- Ставки могут продолжить снижаться

Валюта

- Волатильность высока
- Ставка на доллар сделана

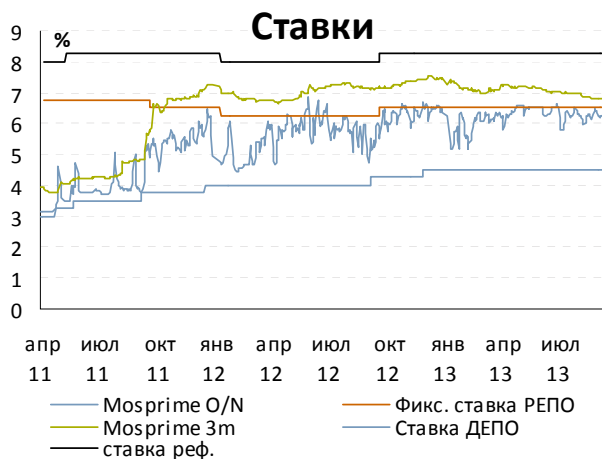
Финансовые инструменты

- Управление процентными рисками

Итоги заседания ЦБ заслуживают большого внимания. Несмотря на то, что ключевые ставки остались неизменными, регулятор сделал ряд заявлений, которые во многом противоречивые.

На денежном рынке

Напряженности на денежном рынке нет. Однодневные ставки движутся в пределах привычных отметок, 3-месячные ставки стабильны.



Но видимое спокойствие потревожил регулятор. ЦБ 13 сентября принял решение оставить ключевые ставки на прежних уровнях, снизить процентную ставку по кредитам "овернайт" и по кредитам, обеспеченным нерыночными активами на срок 1 день до уровня 6,5% и повысить максимальную процентную ставку по депозитным операциям на аукционной основе на срок 1 неделя до уровня 5,50 процента годовых, сохранив без изменения уровень ставок по другим операциям. Ключевым тут является то, что ключевые ставки остались неизменными, несмотря на наши предположения о

возможном снижении ставок. В этом свете решение оказалось более жесткое по сравнению с нашими ожиданиями.

То, что ЦБ снизил одни второстепенные ставки и повысил другие, оставив ключевые ставки без изменения и назвав ключевой ставкой ставку аукционного РЕПО – все это похоже на приведение в порядок и причесывание всех инструментов регулятора под единый, понятный для рынка стандарт. Также по инициативе ЦБ, наконец, ключевой ставкой будет называться действительно самая важная ставка аукционного недельного РЕПО. Она же будет серединой 2-х процентного коридора коротких процентных ставок денежного рынка.

Резюме – для рынка становится более прозрачным механизм влияния ЦБ на денежный рынок.

На что еще стоит обратить внимание по итогам заседания ЦБ – это достаточно жесткая риторика – фраза о сбалансированности рисков роста инфляции и риском замедления роста экономики несколько **снижает вероятность увидеть снижение ключевой ставки в октябре**. Но мы продолжаем ждать от ЦБ смягчения политики в свете слабости экономического роста и на фоне ожиданий принятия решения о заморозке роста тарифов монополий на 2014 год. Это позволит инфляции существенно снизить обороты, и развяжет руки ЦБ.

Особого внимания заслуживает введение нового инструмента. Система инструментов процентной политики была дополнена аукционом по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами, по плавающей процентной ставке на срок 3 месяца. Ближайший аукцион назначен на середину октября. Новый инструмент продолжит наряду с годовым аукционом оказывать давление на более длинные ставки денежного рынка. Мы ждем снижения 3-месячных ставок до 6.5% в перспективе нескольких месяцев.

Как видно, ЦБ, с одной стороны, своей жесткой риторикой сделал шаг в сторону более жесткой политики, с другой стороны, его новые инструменты хоть и на добавляя ликвидности в абсолютном понимании, но позволяют ставкам двигаться ниже.

При желании можно найти некоторые противоречия, но мы не будем. Наш прогноз ставок представлен в таблице.

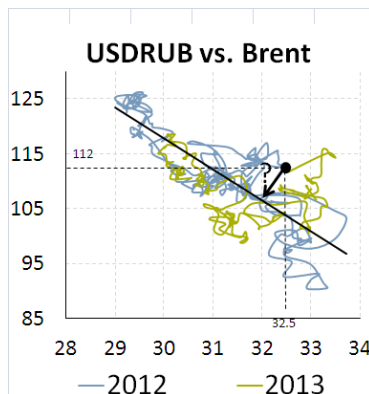
Горизонт	Прогноз Mosprime3m	Прогноз Mosprime6m
3М	6.75%	7.00%
6М	6.55%	6.80%
31дек14	6.45%	6.70%

Рублю удалось за несколько сессий отыграть месяц снижения. Но все еще впереди. Давление в среднесрочном плане может сохраниться.

Давление на все развивающиеся валюты оставалось до последнего времени высоким. Причин несколько. Во-первых, мало кто представляет, как скажется на ЕМ сокращение программы количественного смягчения в США. А вероятность услышать о перспективе сокращения программы стимулирования в ближайшее время очень высока. Во-вторых, проблемы на Ближнем Востоке, несмотря на то, что они поддерживают нефть на высоких отметках, заставляют капитал искать консервативные активы, коим рубль не является. В некоторых развивающихся странах обвал национальных валют принял масштабы серьезного бедствия, и ЦБ Бразилии, Индии, Турции приняли решение поддерживать курс своих валют. Российский ЦБ пока не менял свою политику интервенций, которая, кстати, вполне предсказуема, а механизм более чем прозрачен.

Чтобы понимать, где находится рубль на карте мировых валют, обратимся к сравнению динамики валют сырьевых стран. Падение рубля в последние месяцы смотрится не так драматично. Другие валюты до минимумов просели к доллару сильнее. Впрочем, у рубля есть оправдание - среди сырьевых валют он самый сырьевой, и высокие цены на нефть держат интерес к рублю на определенном уровне.

Переходя к связям с рынком нефти, заметим снижение корреляции между рублем и котировками Brent. В моменте уровни создавали неплохие условия для выхода из валюты. На прошедшей неделе рубль торговался с 3%-5% дисконтом к своим условно-справедливым отметкам. Дисконт во многом был обусловлен недоверием



ко всем развивающимся рынкам в целом, замедлением российской экономики в частности, перспективе смягчения монетарной политики ЦБ РФ. Отток капитала, впрочем, идет прежними хоть и высокими, но вполне привычными темпами.

Но эта временная неэффективность рынка была нивелирована практически полностью за несколько торговых сессий на фоне ослабления напряжения на Ближнем востоке и роста appetites к риску.

Пока рубль не в полной мере вернулся на свои справедливые отметки, и остается шанс увидеть возвращение российской валюты на прежнюю траекторию (т.е. потенциал роста в долгосрочном плане не исчерпан). Впрочем, вопрос, как быстро это может про-

изойти, остается открытым, поскольку в ближайшее время риски урезания программы количественного смягчения и все еще вероятное снижение ставки ЦБ продолжают оказывать давление на рубль. Пока мы ждем относительно стабильный рубль против доллара недалеко в диапазоне 32-33 руб.

Евро заслуживает отдельного внимания. Мы по-прежнему считаем, что рынок недооценивает вероятность более быстрого сворачивания программы QE и несколько переоценивает устойчивость восстановления в Европе. В этом свете в долгосрочном плане доллар может отыграть часть позиций против евро. Отметка 1.3 по паре евро/доллар может стать точкой притяжения в ближайшие недели. Рубль в итоге может отыграть потери против евро и может закрепиться ниже 43 руб.

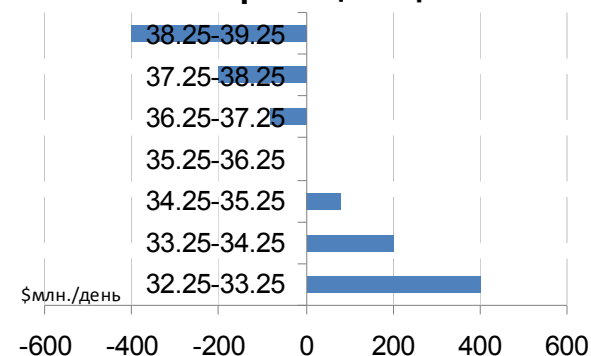
Горизонт	Форвард USD RUB	Прогноз Nordea	Форвард EUR RUB	Прогноз Nordea
3М	32.992	33.100	43.778	43.030
31 дек 13	33.455	33.000	44.409	42.900
30 июн 14	34.359	32.800	45.652	41.000

Формируется от 13.09.2013

Сравнение динамики сырьевых валют
(база - январь 2013)



Интервенции ЦБ

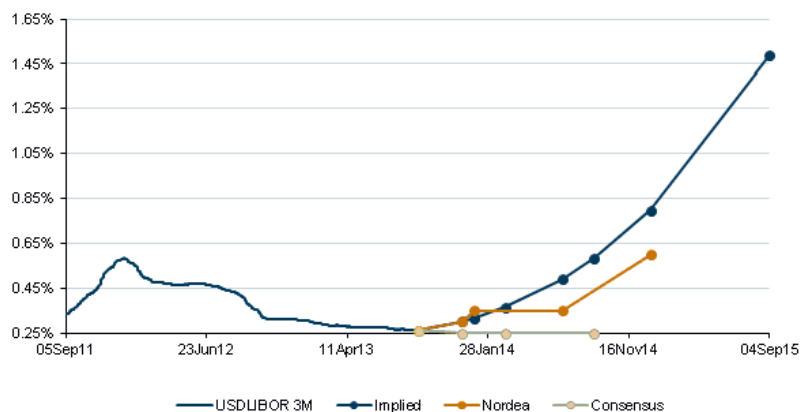


Управление процентными рисками в условиях стремительного роста долгосрочных ставок в долларах

Ожидания инвесторов скорого сворачивания программы количественного смягчения QE3 Федеральным резервом, а также ряд хороших макроэкономических данных о состоянии экономики США, привели к стремительному удорожанию долгосрочных ставок в долларах США. Так 5-летние свопы с начала года выросли более чем в два раза, с 0,83% до 1,90%. При этом, трехмесячный Libor не следовал тенденциям долгосрочных ставок и продолжил снижение. Аналитики Нордеа ожидают постепенный рост Libor уже к концу этого года, с более значительным скачком во второй половине 2014 года.

В такой ситуации у предприятий, имеющих открытые процентные риски, возникает вопрос о хеджировании кредитов с незафиксированной ставкой. С одной стороны, разумно предположить, что ставки достигли своих локальных максимумов, и хеджировать уже слишком дорого, однако, с другой стороны, относительно исторических уровней мы все еще находимся на начальной стадии цикла роста ставок.

График прогноза ставок 3m Libor



Поэтому компаниям следует уделить пристальное внимание расчетам прибыльности проектов и, если их доходность с учетом текущей фиксированной ставки положительна, то стоит рассмотреть возможность использования производных инструментов для ограничения рисков дальнейшего роста ставок. С другой стороны, если прибыльность от проектов при текущих уровнях ставок отрицательна, то в сложившейся ситуации можно подождать возможной коррекции на фоне более слабых макроэкономических данных.

В этой ситуации предлагаем следующие варианты хеджирования:

- Фиксация ставки на весь срок — осуществляется с помощью простого процентного свопа, денежные потоки по которому полностью идентичны графику платежей и погашению лежащего в основе кредита
- Фиксация на часть срока с началом действия через год-два — процентный своп с отложенным началом.
- Фиксация максимального уровня Libor — опцион «кэп» позволяет установить максимальное значение Libor выше которого будет действовать страховка.

	Ставка/премия за опцион	Преимущества	Недостатки
Фиксация ставки на весь период (Процентный своп)	1,91%	Полная страховка на весь период действия свопа	Отсутствие гибкости при неизменности ставок или их падении
Фиксация ставки с началом через 1 год (Своп с отложенным началом)	2,32%	Возможность сэкономить при условии низких ставок Libor в период до начала действия свопа	По-сравнению с фиксацией на весь период, ставка для свопов с отложенным началом будет выше
Фиксация ставки с началом через 2 года (Своп с отложенным началом)	2,81%		
Опцион «кэп» со страйком 3%	Размер премии (стоимость страховки) — 2,59%	Экономия при неисполнении прогноза о росте ставок; возможность хеджирования уровней ставок, которые чувствительны для компании.	Плата за страховку осуществляется в день заключения сделки; страховка действует только в случае роста ставки выше уровня страйка

Главное	Ставки	Валюта	Производные	Календарь
16 сен 13	Индекс потребительских цен Еврозоны, г/г			
	Объём промышленного производства США, м/м			
	Коэффициент загрузки производственных мощностей США			
	Индекс деловой активности в производственном секторе Нью-Йорка			
17 сен 13	Индекс потребительских цен Великобритании, г/г			
	Индекс настроений в деловых кругах Еврозоны ZEW			
	Индекс потребительских цен США, м/м			
18 сен 13	Индекс запросов на ипотечное кредитование в США			
	Число закладок новых домов в США			
	Заявление Комитета по открытым рынкам ФРС США			
	Решение ФРС США по процентной ставке			
19 сен 13	Торговый баланс Японии			
	Индекс деловой активности в Японии, м/м			
	Розничные продажи в Великобритании, м/м			
	Число первичных обращений за пособием по безработице США			
	Платёжный баланс США			
	Продажи домов на вторичном рынке недвижимости США			
	Индекс опережающих экономических индикаторов США, м/м			
20 сен 13	Индекс потребительского доверия в Еврозоне			
22 сен 13	Парламентские выборы в Германии			
23 сен 13	Индекс деловой активности в производственном секторе Еврозоны, предв.			
	Индекс деловой активности в сфере услуг Еврозоны, предв.			
24 сен 13	Индекс настроений в деловых кругах Германии Ifo			
	Индекс цен на дома в США, м/м			
	Индекс потребительского доверия в США от Conference Board			
25 сен 13	Индекс потребительского доверия в Германии от GfK			
	Индекс запросов на ипотечное кредитование в США			
	Объём заказов на товары длительного пользования в США, м/м			
	Продажи новых домов в США			
26 сен 13	ВВП Великобритании, финал, кв/кв			
	Число первичных обращений за пособием по безработице США			
	ВВП США, финал			
27 сен 13	Розничные продажи в Германии, м/м			
	Индекс потребительских цен Германии, предварит., м/м			
	Базовый индекс потребительских цен в Японии, г/г			
	Личные расходы потребителей в США, м/м			
	Личные доходы потребителей в США, м/м			
	Индекс потребительского доверия в США, финал			
30 сен 13	Промышленное производство Японии			
	Индекс деловой активности в производственном секторе Китая, HSBC			
	Потребительские цены Еврозоны			

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

Продажи

Харахашян Арсен (доб. тел. 4207)
arsen.kharakhashyan@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

Новоселов Дмитрий (доб. тел. 4286)
dmitry.novoselov@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

Аналитическое управление
Департамент продаж на финансовых рынках
research@nordea.ru

Материал подготовлен аналитическим управлением департамента продаж на финансовых рынках ОАО «Нордеа Банк». Информация и мнения, содержащиеся в настоящем аналитическом документе, опубликованы исключительно в информационных целях и не могут рассматриваться как предложение купить или продать упомянутые в нем ценные бумаги и другие финансовые инструменты, а также не имеют целью побудить к совершению таких сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен, распространен или использован иным образом, полностью или частично, без предварительного письменного разрешения ОАО «Нордеа Банк».