

Главное: Кто получит подарки к концу года?

Ноябрь был очень противоречивым месяцем. В актив фондовых рынков занести его сложно, с точки зрения улучшения аппетитов к риску глобального сдвига не произошло. Хотя рост евро на фоне очередного удачного раунда переговоров по Греции указывает на определенное потепление на рынках. Но, как ни крути, под конец года США станут основными новостными маркетмейкерами. Тема «фискального обрыва» еще помучает инвесторов, ведь манипулировать рынком сейчас очень просто - достаточно одного слова представителей властей США, и все рынки без исключения придут в движение.

В отличие от российского фондового рынка, рубль пока выглядит неожиданно хорошо на фоне неопределенности на внешних рынках, хотя рост последних недель слишком опережает события. Не исключено, что при позитивном решении вопроса в США российская валюта покажет более слабый рост, в то время как фондовый рынок компенсирует слабую динамику этой осени.

Основные индикаторы

Форвардные котировки	1 мес	3 мес	6 мес
USD/RUB	31,035	31,2925	31,73
EUR/RUB	40,284	40,702	41,302
Денежный рынок	Знач.	Max 12m	Min 12m
MosPrime 1M (%)	6,78	7,03	5,67
MIBOR 1m (%)	7,45	7,45	6,65
RUONIA 1d (%)	6,5	6,66	4,03
Implied NDF yield 6m%	6,07	7,14	5,1
Долговой рынок	Знач.	Max 12m	Min 12m
Russia CDS 5yr	134,24	343	119
Eurobond Russia 30Y	2,763	4,838	2,747
EMBI +	113,97		
Фондовые индексы	Знач.	Max 12m	Min 12m
RTSI	1420,35	1754,81	1227,65
Micex	1388,31	1631,15	1256,55
S&P 500	1415,95	1465,80	1199,00
DJIA	13021,82	13610,15	11766,26
Brent	110,49	130,57	88,40

Содержание

Макрорынки

- Европа: катастрофа откладывается
- США: загадка «бюджетного обрыва»
- Нефть: поставки опережают спрос
- Металлы: Китай - «всему голова»

Валюта

- Рубль на максимумах с октября, куда дальше?
- Доллар накапливает потенциал

Ставки и денежный рынок РФ

- ЦБ может сменить риторику
- Ставки продолжают рост

Финансовые инструменты

- Время покупать опционы

Главные рынки

Оптимизм возвращается. Последние данные о потребительском доверии демонстрируют приятные сюрпризы, поддерживающие надежду того, что лучшие времена впереди. И все же остается множество политических рисков. В зоне евро эти риски были проиллюстрированы многочисленными отсрочками в принятии решений относительно Греции, результатами выборов в Каталонии, в то время как в США нет единого мнения о способах решения проблемы «fiscal cliff». Мы ожидаем, что решения по этим вопросам постепенно будут приниматься, но осторожность и предусмотрительность еще могут понадобиться в краткосрочной перспективе.

Денежно-кредитная политика. Мы полагаем, что ФРС США предложит рынку выкуп длинных Treasuries (\$40-50 млрд. в месяц) взамен так называемой операции «Twist», которая заканчивает свое действие в конце года. Новая программа дополнит действующую программу выкупа ипотечных облигаций (MBS purchases). ЕЦБ вмешается в рынок и предотвратит рост доходности бондов, в случае обращения Испании за помощью в EFSF / ESM. В то же время от Банка Англии мы пока не ожидаем дополнительных мер в формате «QE».

FX. Доллар сохранит сильные позиции в будущем. EUR пока продолжит находиться в подвешенном состоянии в связи с отсутствием положительных статистических данных. Наш прогноз на ближайшие три месяца по паре EUR/USD – 1.30. Валюты развивающихся рынков останутся под давлением со стороны EUR и USD.

Процентные ставки. ЕЦБ анонсировал возможность выкупа облигаций, чем в очередной раз предотвратил катастрофическую ситуацию на рынках, однако медленное принятие решений по ключевым вопросам долгового кризиса останется в поле зрения. В США фокус быстро переместился на тему «бюджетного обрыва», который поддерживает неопределенность, как следствие сохраняется спрос на UST как на защитный актив. Мы полагаем, основные процентные ставки в США останутся на низких уровнях вследствие проведения новых раундов QE.

Нефть. Цены на нефть марки Brent вернулись к высоким уровням после обострения напряженности на Ближнем Востоке и на фоне роста оптимизма после первых переговоров в Белом доме по преодолению «бюджетного обрыва». Текущие геополитические риски исходят от конфликтов в Сирии, Израиле и секторе Газы. Кроме того, сохраняются перебои в поставках из Нигерии, Судана, Венесуэлы и Йемена. Улучшение восприятия риска препятствуют европейские долговые проблемы.

Краткосрочно: поставки нефти на рынок будут возрастать, при этом сохраняются риски. Слабый рост спроса и повышение уровня запасов – то, на что следует обращать пристальное внимание в ближайшее время. Настроения участников рынка остаются хрупкими в ожидании лишь временного разрешения «fiscal cliff» в США. Фундаментальные факторы спроса/предложения в 4 кв. 2012 и 1 кв. 2013 будут слабее, чем в 3 кв. 2012, в результате чего цены на нефть будут тяготеть в сторону снижения. Переговоры между Ираном и МАГАТЭ по ядерной программе Ирана запланированы на 13 декабря. Санкции в отношении Ирана сохраняются, давление усилится после того, как азиатские импортеры в декабре сократят иранский импорт (экспирация контрактов). Угроза нападения Израиля на Иран может возродиться в течение первого полугодия следующего года. Учитывая ограниченность резервных мощностей ОПЕК, цены будут оставаться чувствительными к любому риску. Прогноз Brent на конец 2012г. - \$109.



Долгосрочно: рост поставок нефти на рынок из Северной Америки и Ирака, как ожидается, будет опережать рост спроса в 2013г., в результате чего вырастет уровень запасов. В 2014г. рост предложения на рынке будет ограничен по причине низкого уровня инвестиций 2008-09гг., что приведет к более низкому уровню запасов. Мировой спрос на нефть в 2013-14гг., как ожидается, будет расти большими темпами, чем в предыдущие два года на фоне восстановления экономического роста. Прогнозная средняя стоимость Brent в 2013г. - \$ 111, в 2014г. - \$115.

Промышленные металлы. С начала сентября цены на промышленные металлы ощутимо скорректировались вниз, несмотря на улучшение ключевых показателей ведущих экономик – США и Китая. Мы ожидаем, что глобальный спрос со стороны Китая постепенно возобновится, при этом возрастут риски связанные с ограниченным потенциалом производственных мощностей.

Алюминий: Цены снизились после сентябрьского отскока. Ожидается дальнейшее сокращение производственных мощностей и снижение поставок. Цены будут оставаться на невысоком уровне до момента начала поставок на рынок продукции с более высоким уровнем производственных расходов. Прогноз на 2013г.: \$2 225

Медь: настроение изменилось после инвентаризации запасов, которые отразили отсутствие дефицита на рынке. Переизбыток ожидается уже с середины 2013г., рост поставок продолжится, что и обусловит профицит. Цены на медь будут оставаться высокими. Прогноз на 2013г.: \$8 025

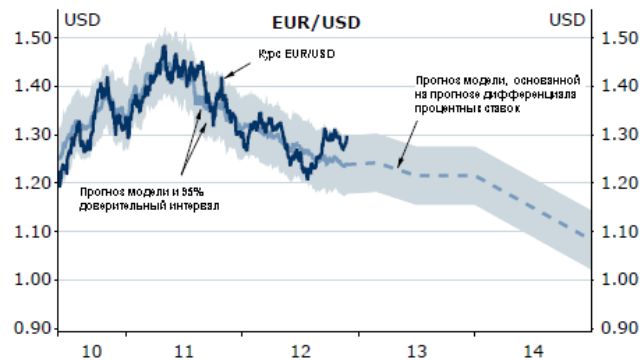
Никель: Рынок остается в профиците за счет роста поставок, но цены, как ожидается, увеличатся с текущих уровней, которые считаются слишком низкими по сравнению с долгосрочными производственными расходами. Прогноз на 2013г.: \$18 625

Цинк: Цены находятся на привлекательных уровнях после недавней коррекции и, как ожидается, постепенно повысятся, тем самым сбалансируются снижающиеся поставки и рост спроса. Прогноз на 2013г.: \$2 100

Пара евро/доллар на фоне улучшения аппетитов к риску поднялась практически до отметки 1.3, но фундаментально есть предпосылки для нового витка снижения евро. Рубль и другие «развивающиеся» валюты могут какое-то время торговаться безыдейно, или даже под давлением, хотя на длинном горизонте мы остаемся оптимистами.

Евро/доллар

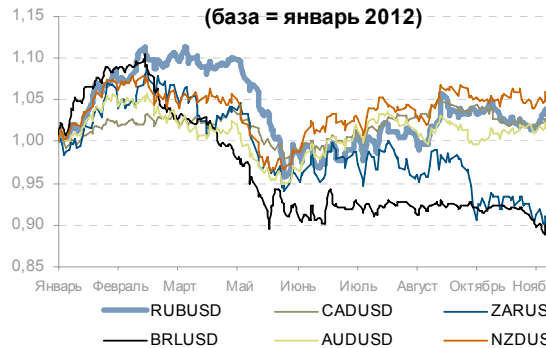
В долгосрочном плане ставка на доллар сохраняется. В последние недели евро поднялось до 1.3 против американской валюты и может продержаться здесь некоторое время, но экономике Европы нужно еще очень много сделать, чтобы единая валюта имела долгосрочный базис для роста. В долгосрочном плане доллар будет среди фаворитов, а экономика США, вероятно, покажет темпы роста, значительно более высокие, чем экономика Европы. Монетарная политика также останется основным драйвером роста. Модель, основанная на процентном дифференциале, хорошо иллюстрирует наш прогноз.



Рубль

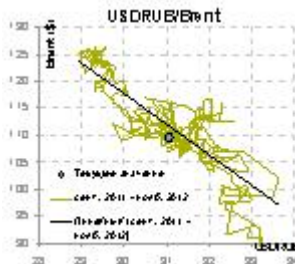
Хочется начать со сравнительной динамики рубля с группой валют сырьевых стран, таких как Бразилия, ЮАР, Австралия, Новая Зеландия, Канада.

Сравнительная динамика сырьевых валют (база = январь 2012)



Российская валюта находится в очень хорошей компании новозеландского и австралийского доллара и остается в группе лидеров с начала года. Бразильский реал и южноафриканский доллар, напротив, - в аутсайдерах, хотя по своей сути рубль ближе к реалу и южноафриканскому доллару. Сильная динамика российской валюты отражает отношение инвесторов к рублевому риску. Это также хорошо иллюстрируют различные индикаторы (страновые спреды, CDS, переспрос на аукционах ОФЗ).

Но растущий тренд (с начала июня) не прошел для рубля бесследно, и с точки зрения потенциала в ближайшей перспективе пространства для роста практически нет. В начале 2013 года доллар может остаться в диапазоне 31-32 руб. Текущая регрессионная картина указывает на то, что российская валюта адекватно оценена относительно котировок нефти.



Наш прогноз цен на нефть на 2013 год - 110-120 долл. за баррель Brent. Это соответствует долгосрочному диапазону 29-32 руб. за доллар. Безусловно, волатильность будет выше, но как доверительный интервал указанный диапазон

подходит. Прогнозы см. в таблице ниже.

ЦБ РФ продолжает снижать влияние на валютном рынке. В июле ЦБ расширил диапазон коридора бивалютной корзины до 31.65-38.65. В рамках текущей политики ЦБ анонсировал отказ от границ корзины к 2015-му году. В начале 2013 года регулятор может еще раз расширить коридор.

В октябре-ноябре ЦБ практически не вмешивался в ход торгов, рубль торговался в коридоре невмешательства ЦБ 34.65-35.65 против корзины.

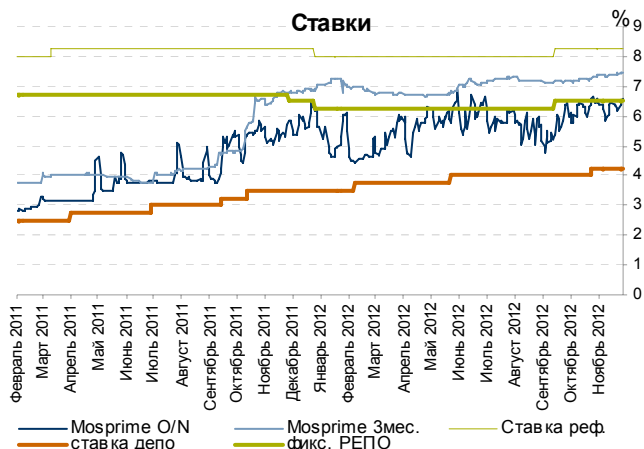
С точки зрения монетарной политики ЦБ может сменить гнев на милость. Таргетирование инфляции продолжится, но акценты вероятно сместятся. За последний месяц макроэкономическая статистика выходила слабее прогнозов, темп роста ВВП в годовом выражении замедлился до 2.9% в октябре, промышленность также снизила темп, потребительский сектор начал остужаться. *В итоге на заседании в декабре ЦБ, скорее всего, изменит свой жесткий тон и не станет повышать ставки.* Тем более, что новая озвученная цель по инфляции - 6.5%-6.7% - вполне достижима по итогам года. В итоге рубль понемногу теряет поддержку, которую он имел на фоне ожиданий повышения ставки.

Выводы

Мы продолжаем оптимистично смотреть на российскую валюту в долгосрочной перспективе. Впрочем, какое-то время покупать рубль достаточно рискованно. До конца года сохранится большая доля неопределенности. Пара евро/доллар может задержаться у отметки 1.3 при сохраняющемся потенциале роста доллара. Прогнозы представлены в таблице.

Горизонт	Форвард	Прогноз	Форвард	Прогноз	Форвард	Форвард
	USD RUB	Nordea	EUR RUB	Nordea	EUR USD	EUR USD
3М	31,578	32,000	40,847	41,600	1,293	1,300
30 июн 13	32,165	31,000	41,664	37,200	1,295	1,200
31 дек 13	33,026	28,500	42,883	32,775	1,305	1,100

Приближается интересный период времени для денежного рынка - переход между 2012-2013 гг. Надежды увидеть бюджетные деньги, заливающие денежный рынок - это пока только надежды. ЦБ продолжит жестко контролировать ликвидность.



Ставки овернайт держатся у верхней границы коридора вблизи фиксированной ставки РЕПО 6.5%. Некоторые банки прибегают к более дорогим механизмам рефинансирования—к свопам с ЦБ под ставку 6.75%. Дефицит ликвидности в конце месяца традиционно обостряется, 2-3 эшелон банков испытывает нехватку ликвидности и залоговой базы, что заставляет их делать более дорогие свопы.

Ситуация на денежном рынке пока, вероятно, останется неизменной, хотя многое зависит от политики ЦБ. Если еще месяц назад рынок учитывал высокую вероятность повышения ставок ЦБ в декабре, то сейчас эта вероятность значительно снизилась. Даже идет речь о

снижении ставки по свопам, которую мы теперь ждем на отметке 6.5%. Основная причина - слабая макроэкономическая статистика, показанная российской экономикой в последние месяцы. Кроме того, инфляция, скорее всего, впишется в таргет ЦБ, и по итогам года мы увидим цифру на уровне 6.7%-7%.

Скорее всего, регулятору в начале следующего года придется изменить формулировку, в которой он каждый месяц ставит инфляцию во главу угла. По-прежнему ценовое таргетирование останется в силе, но формулировка политики ЦБ будет уделять большее внимание темпам роста и риску замедления экономики РФ.

Немного об инструментарии ЦБ

В 2013 году ЦБ, возможно, будет уходить от практики ежедневных аукционов РЕПО. Регулятор долгое время продолжал упражняться с прогнозированием остатков на корсчетах, устанавливая исходя из прогнозных уровней дневной лимит по РЕПО. Сейчас механизм более менее отточен, и в новом году главным инструментом может стать проведение недельных аукцион в дополнении к более долгосрочным 1-3 месячным аукционам. В сущности мало что поменяется с точки зрения механизма. А вот с точки зрения ставок, 1-дневные рынок, вероятно, будет «жить» у верхней границы коридора ДЕПО/РЕПО.

Ожидания

До конца года на рынке появятся бюджетные деньги, как правило, в декабре исполняется порядка 15% - 20% расходной части бюджета, и этот год не будет исключением. Впрочем, анализ остатков на корсчетах за предыдущие годы говорит о том, что ликвидность денежного рынка начнет улучшаться только в самом конце года, ставки овернайт до последнего дня будут держаться у верхней границы коридора.

Что касается политики регулятора, то мы не исключаем повышения ставок ЦБ в первом квартале 2013 года, поскольку ориентир на инфляцию сохранится. Впрочем, при сохранении тенденции замедления роста экономики в начале следующего года далее ЦБ может выдержать достаточно продолжительную паузу. 3-месячные ставки могут стабилизироваться. Наш прогноз представлен в таблице.

Горизонт	Прогноз Mosprime3m	Прогноз Mosprime6m
3M	7,40%	7,65%
6M	7,50%	7,75%
1Y	7,50%	7,75%

Время покупать опционы.

Валютный опцион – контракт дающий его держателю право, а не обязательство приобрести или продать валюту по заранее согласованному курсу в течении определенного периода времени. Различают два типа опционов:

Колл (от англ. *Call*) — право покупателя опциона покупать валюту по заранее оговоренному курсу в определенную дату в будущем.

Пут (от англ. *Put*) – право покупателя опциона продавать валюту по заранее оговоренному курсу в определенную дату в будущем.

В обоих случаях покупатель уплачивает продавцу опциона единовременную премию в день заключения сделки. Максимальные убытки по сделке с опционом заранее прогнозируемы и ограничены размером уплаченной премии. При этом, максимальная прибыль не ограничена.

Главной отличительной особенностью опциона является большая гибкость — у покупателя есть выбор реализовать опцион или нет по заранее установленной цене исполнения, а также возможность оставить за собой прибыль в случае положительного для клиента изменения курса валютной пары.

На фоне близких к минимальным за последние 4 года уровней волатильности (см. график ниже), растет привлекательность опционов в качестве инструмента хеджирования валютных рисков для компаний имеющих валютную составляющую в доходной или расходной части денежных потоков.

Волатильностью называется величина, характеризующая степень изменчивости рыночной цены базового актива. Являясь одним из главных факторов ценообразования опционов, показатель волатильности определяет размер премии по приобретаемому опциону.

Таким образом, текущие низкие значения волатильности на сроки от 1 месяца до 1 года указывают на то, что валютные опционы стоят сейчас дешево.

Значит, покупать их стало выгоднее.

График исторической волатильности опционов USD/RUB



Сводная таблица стоимости опционов USD/RUB и EUR/RUB с ценой исполнения равной форварду

USD/RUB Спот 31,14	1 м.	3 м.	6 м.	9 м.	1 год
Форвард	31,29	31,59	32,03	32,46	32,89
Премия по Опционам Колл и Пут (страйк = форвард)	0,97%	1,9%	2,99%	3,94%	4,72%
EUR/RUB Спот 40,26	1 м.	3 м.	6 м.	9 м.	1 год
Форвард	40,53	40,88	41,48	42,09	42,70
Премия по Опционам Колл и Пут (страйк = форвард)	0,77%	1,53%	2,50%	3,33%	4,0%

Главное	Макро	Валюта	Ставки	Производные	Календарь
---------	-------	--------	--------	-------------	-----------

03.12.2012	Индекс PMI Еврозоны				
	Производственный индекс ISM США				
04.12.2012	Встреча совета министров финансов стран Евросоюза				
	Цены производителей ЕС				
05.12.2012	Индекс PMI Еврозоны (сервис)				
	Розничная торговля ЕС				
	Сервисный индекс ISM США				
	Прогноз занятости ADP в США				
	Запасы нефти США				
06.12.2012	ВВП ЕС				
	Промышленные заказы Германии				
	Решение по ставкам Банка Англии				
	Решение по ставкам ЕЦБ				
	Число первичных обращений за пособием по безработице США				
07.12.2012	Промышленное производство Британии				
	Уровень безработицы США				
	Индекс настроения потребителей от университета Мичигана США				
10.12.2012	ВВП Японии				
	Внешняя торговля Китая				
	Внешняя торговля Германии				
11.12.2012	Индекс настроений ZEW Германии				
	Внешняя торговля США				
12.12.2012	Промышленное производство ЕС				
	Решение по ставкам ФРС США				
13.12.2012	Розничная торговля США				
	Цены производителей США				
	Число первичных обращений за пособием по безработице США				
14.12.2012	Потребительские цены ЕС				
	Потребительские цены США				
	Промпроизводство США				
17.12.2012	Внешняя торговля ЕС				
18.12.2012	Потребительские цены Британии				
19.12.2012	Индекс текущих условий IFO Германии				
	Закладки новых домов и разрешения на строит-во США				
20.12.2012	Розничная торговля Британии				
	Индекс доверия потребителей ЕС				
	ВВП США				
	Вторичный рынок жилья США				
21.12.2012	ВВП Британии				
	Индекс настроения потребителей от университета Мичигана США				
24.12.2012	Заказы на товары длительного пользования США				
27.12.2012	Продажи новых домов США				
	Индекс уверенности потребителей США				
28.12.2012	Запасы нефти США				
	Индекс Chicago PMI США				

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

Продажи

Харакшян 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

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».