

Главное: Для новогоднего ралли просто не осталось времени

Вопрос, когда ФРС начнет сокращать программу выкупа активов, закрыт. Но вопрос, как агрессивно федрезерв будет сокращать стимулирование сильнейшей экономики мира, останется в центре внимания. В итоге аппетиты к долгосрочному риску могут пострадать, а как это скажется на финансовых площадках, предсказать непросто.

Впрочем, если для каких-то стран бегство капитала смерти подобно, то для России, которая перманентно существует в реалиях существенного оттока капитала, это не самый значимый фактор. Проблемы России, как недавно заявил президент, носят внутренний характер. Как будут решать эти проблемы, пока не совсем понятно. В то же время это не мешает нам строить свои прогнозы относительно развития событий.

Основные индикаторы

Форвардные котировки	1 мес	3 мес	6 мес
USD/RUB	33,0575	33,375	33,8269
EUR/RUB	45,3625	45,795	46,48
Денежный рынок	Знач.	Max 12m	Min 12m
MosPrime 1M (%)	6,77	6,9	6,22
MIBOR 1m (%)	7,01	7,48	6,74
RUONIA 1d (%)	6,49	6,66	4,03
Implied NDF yield 6m%	6,4	6,67	5,89
Долговой рынок	Знач.	Max 12m	Min 12m
Russia CDS 5yr	168,91	343	119
Eurobond Russia 30Y	4,158	4,684	2,516
EMBI +	131,54		
Фондовые индексы	Знач.	Max 12m	Min 12m
RTSI	1391,85	1635,5	1233,04
Micex	1452,76	1562,93	1281,89
S&P 500	1775,32	1775,32	1384
DJIA	15755,36	16097,33	12938,11
Brent	109,20	129,43	89

Содержание

Макрорынки

- Сокращение QE
- ЕЦБ продолжит мягкую политику
- Нефть: скучные перспективы

Валюта

- Рубль - крепкий середнячок
- Доллар - долгосрочный фаворит

Ставки и денежный рынок РФ

- ЦБ ждет у моря погоды
- Реальна ли стагфляция?

Финансовые инструменты

- Управление валютными рисками

Развитие экономики

В ближайшие месяцы придется потерпеть, поскольку все будет вращаться вокруг одной темы - сокращение программы выкупа активов в США. 18 декабря ФРС приняла решение сократить программу выкупа на 10 млрд. долл. до 75 млрд. Рынок отчасти недооценивал вероятность начала сокращения QE, которая на момент публикации была близка к 50%. Почему федеральный резерв принял такое решение? Во-первых, главным ориентиром ФРС сейчас является рынок труда, а последнее чтение статистики по новым рабочим местам преподнесло приятный сюрприз. Число новых рабочих мест, созданных за месяц вне С/Х сектора превысило 200 тыс., что является показателем оздоровления экономики США. Кроме того, достигнутый консенсус в Конгрессе США по бюджетным вопросам снимает риски приостановки работы правительства в начале 2014 года, что является дополнительным аргументом для ФРС не затягивать с началом сокращения программы QE3.

В Европе процесс делевереджинга идет полным ходом, несмотря на недавнее снижение ставки ЕЦБ. Если в США федеральный резерв пока продолжает накачивать систему деньгами, то ЕЦБ, напротив, возвращает размещенные в системе деньги. К слову, на неделе, начавшейся 16 декабря, запланировано рекордное погашение долга банков перед ЕЦБ в размере более 20 млрд. евро. В сравнении с предыдущими цифрами менее 7 млрд. за неделю это является заметным ускорением процесса. В итоге это тянет короткие ставки денежного рынка выше, до недавнего времени помогая евро показывать новые и новые высоты против доллара.

Как долго мы продолжим видеть сильный евро - вопрос непростой. Не исключено, что процесс разворота вниз единой валюты уже запущен с решением сократить QE. В любом случае, в долгосрочном плане мы делаем ставку на сильный доллар против евро. Дол-

ларовые ставки начнут расти в связи с сокращением программы QE, которая должна завершиться полностью к концу 2014 года. В любом случае, рынок неизбежно начнет закладывать повышение ставки ФРС в 2015 года очень загодя, и это рано или поздно приведет к более широкому процентному дифференциалу, который будет на стороне доллара. Прогноз по паре евро/доллар см. на следующей странице.

Нефть

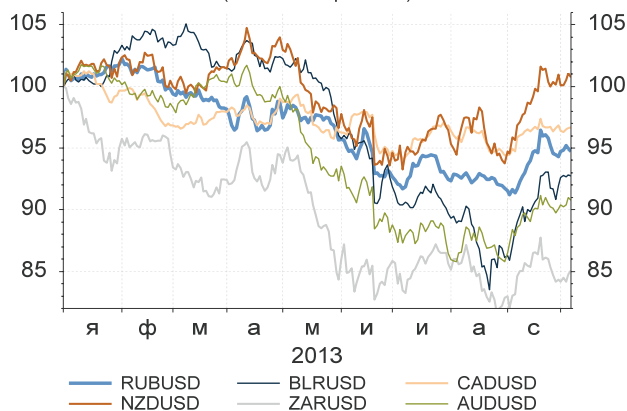
В преддверии окончания текущего года самое время подвести некоторые итоги уходящего периода, отметить ключевые события, повлиявшие на рынок, а также обозначить перспективы и ожидания наступающего года. Средняя стоимость нефти марки Brent с начала текущего года сложилась на уровне \$106/bbl, что достаточно близко к нашим прогнозным значениям, которые оценивались в \$109/bbl. На превышение фактической стоимости над прогнозной по большей части оказали влияние непреднамеренные сокращения поставок из Ирана, Ирака, Нигерии и Ливии. Помимо этого, уходящий год отмечен свершившейся «сланцевой революцией», итоги которой еще предстоит оценить, но тот факт, что США, как альма-матер этой революции, впервые за многие годы перейдет в разряд нетто-экспортеров углеводородов, уже знаковое событие. В остальном же год выдался относительно ровным, динамику цен с определенной натяжкой можно признать боковой.

В наступающем году рынок в очередной раз не обещает преподнести больших сюрпризов, по счастью как плохих, так и хороших. Фундаментально рынок в достаточной степени обеспечен производственными мощностями, которые призваны удовлетворить спрос, более того, на лицо формирующийся тренд на определенный уровень перепроизводства на фоне сдержанного глобального потребления. В частности, растут

производство и запасы (нефти и нефтепродуктов) в США, резервные мощности ОПЕК увеличились, приблизившись к значениям более, чем 10-летней давности, среднегодовая загруженность НПЗ далека от максимальных уровней, второй по величине потребитель углеводородов – КНР пребывает не на пике своей экономической формы. Закономерно возникает вопрос, что же окажет поддержку ценам и не позволит им снизиться ощутимо ниже. Выделим основные факторы, которые найдут позитивный отклик в ценах. Первое – геополитика, которая по-прежнему остается сложной и неразрешимой задачей не только для политиков, но и для рынка нефти. Далее - сохраняющийся устойчивый спрос со стороны азиатского региона в целом. Прогнозы от МЭА и ОПЕК указывают на то, что уровень мирового потребления в будущем году сохранится на текущем уровне, при этом баланс потребления продолжит смешиваться от стран ОСЭР в сторону АТР. Не стоит забывать и о регулирующей функции, которую по-прежнему выполняет ОПЕК, так на последнем заседании картеля уже были высказаны допущения о снижении объемов производства для регулирования рынка. Ну и в конце стоит отметить, что цена на нефть за последнее время «потяжелела» по естественным причинам. Многие проекты, прежде всего связанные с нетрадиционными источниками, могут стать убыточными при снижении цен на «черное золото» до определенного уровня, а это не только потеря сделанных инвестиций, но и потеря рабочих мест, а также заветных процентов в таких показателях как промпроизводство и ВВП. Так что баланс сил сохраняется, и мы видим среднюю цену на Brent в следующем году на уровне \$104-106/bbl.

С рублем не происходит ничего, что могло бы его выделить из серой массы сырьевых валют. Аргумент - недавние годовые минимумы против евро не принимается, поскольку аналогичная ситуация сложилась и в других таких же валютах. Более того, против доллара рубль сейчас борется за бронзовые медали по итогам года среди таких сырьевых валют как бразильский реал, канадский, новозеландский, южноафриканский и австралийский доллары. Так что стоит признать, что параноя относительно того, что ЦБ ослабляет рубль намеренно, ничем не обоснована.

Сравнение динамики сырьевых валют
(база - январь 2013)



Впрочем, регулятор действительно постепенно выполняет обещания, которые в перспективе ведут к свободноплавающему рублю. Итак, в декабре ЦБ снизил объем кумулятивных интервенций до 350 млрд. долл.

На практике более гибкие и податливые границы бивалютной корзины означают более высокую волатильность рубля. Так что придется привыкать.

Но если вынести за скобки волатильность рубля и посмотреть на долгосрочный вектор, то, как обычно, стоит обратиться к рынку сырья. Корреляционная картина чуть выправилась по сравнению в конце ноября. Рубль против доллара торгуется ближе к своим условно-справедливым отметкам. Похоже, диапазон 32.5-33 рубля за доллар станет зоной притяжения для котировок.

Рубль

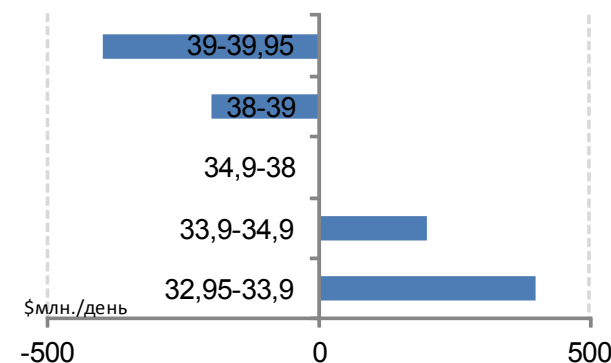


С евро ситуация совсем другая. После заседания ЕЦБ в начале декабря евро получил импульс, поскольку регулятор, несмотря на голубиные ожидания, не сделал никаких заявлений и даже не упомянул о возможности введения отрицательной депозитной ставки в ближайшие месяцы. С другой стороны, решение ФРС на заседании 18 декабря начать сворачивание программы QE может стать началом плавного разворота евро. Процентный дифференциал в пользу доллара может заставить прошагать евро вниз все то расстояние, которое было отвоевано с лета. Отметка 1.33 долларов за евро уже не будет казаться такой далекой, какой она казалась до заседания ФРС.

В этом свете отметим, что рубль имеет шансы прибавить против евро, даже несмотря на все проблемы российской экономики. Доллар в среднесрочной перспективе, скорее всего, останется недалеко от 33 рублей. За это выступает и наш прогноз по рынку сырья, и факторы оттока капитала, и замедления роста экономики. Прогнозы представлены в таблице.

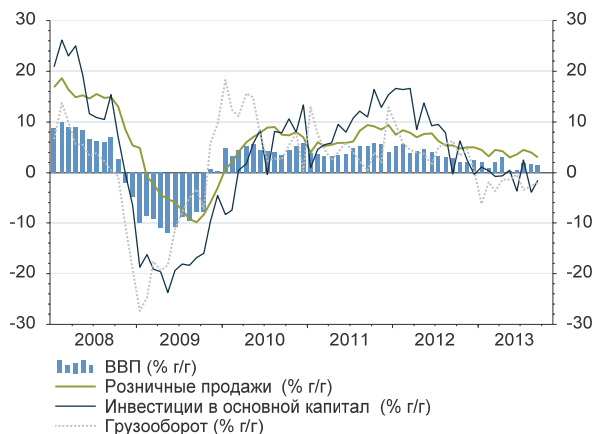
Горизонт	USDRUB	EURRUB	EURUSD
	Nordea	Nordea	Nordea
3M	33,000	43,890	1,330
6M	32,800	42,640	1,300
1Y	32,600	40,750	1,250

Интервенции ЦБ



Ставки на прежних отметках

Год подходит к концу, а рынок так и не дождался снижения ставок от ЦБ. Даже замедление экономики не убедило регулятора отступить от стратегии таргетирования инфляции, которая остается единственным препятствием на пути к смягчению монетарной политики.



ВВП РФ во втором и третьем квартале замедлился до 1.2% в годовом выражении. Ускорение к концу года носит, скорее, символический характер, и 2013 год может завершиться с неутешительным результатом порядка 1.5% роста. Статистическая погрешность такой оценки может и того больше.

Многие сектора оказались под ударом. Металлургия лежит на амбразуре вялотекущего кризиса. Высокая цена на нефть продолжает поддерживать экономику. Нефтедоллары растекаются по экономике хоть и не равномерно, но все же позволяют рознице выступать драйвером роста. Реальный рост заработной платы

остается на высоком уровне, хотя запаса роста осталось на пару кварталов (если конечно котировки нефти не взмоют процентов на 10-15 вверх). Спрос домохозяйств в 2014 году не будет расти темпами 4%-5%, на этот показатель не вытянет даже кредитование, которое, к слову, вероятно продолжится прежними темпами. В отсутствии поддержки спроса потребителей экономика России может и вовсе впасть в стагнацию.

Есть два варианта избежать таких проблем. Первый - раскупорить кубышку ЗВР. Государство станет главным инвестором (хотя оно и сейчас является таковым опосредованно, скажем через Газпром). Этот вариант чреват потерей долгосрочной финансовой устойчивости в связи с большими бюджетными тратами. Второй вариант - заставить бизнес инвестировать. Снижение ставки ЦБ - важный шаг на этом пути, хотя и не достаточный.

Мы ожидаем, что инфляции замедлится до отметок ниже 6% в начале 2014 года, что позволит ЦБ начать политику по смягчению монетарной политики. Ключевая ставка в 1-м квартале 2014 года может быть снижена на 25 б.п. до 5.25%.

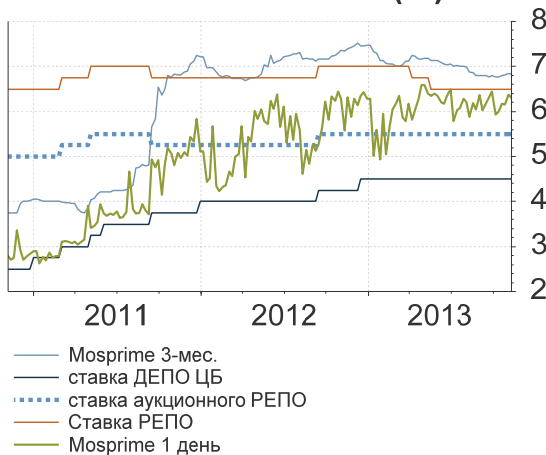
Говоря о текущей ситуации на денежном рынке, отметим существенное напряжение, которое более чем заметно во втором эшелоне межбанковского рынка. Спрос на операции своп с ЦБ - неплохая иллюстрация непростой ситуации на рынке.

Резюме.

Мы ждем снижения ключевой ставки ЦБ в начале 2014 года. 3-месячные ставки, как появится первый сигнал ЦБ, пойдут вниз.

Горизонт	Прогноз Mosprime3m	Прогноз Mosprime6m
3М	6,75%	7,00%
6М	6,55%	6,80%
31дек14	6,45%	6,70%

Ключевые ставки (%)



Слабый рубль— как эффективно управлять валютными рисками в новых реалиях?

С момента публикации августовского выпуска Навигатора ситуация на рублевом рынке осталась прежней: сигналов об улучшении макроэкономической ситуации пока не предвидится, сильное давление на рубль продолжается, и в то же время волатильность опционов USDRUB по-прежнему находится близко к своим минимальным за год значениям (см. график).

График волатильности 3-месячных опционов USDRUB, 2013 г.



В начале декабря Минэкономразвития РФ повысило прогноз по ослаблению реального эффективного курса рубля на 2014-2016 годы. Ожидается, что в 2014 году доллар в среднем будет находиться на уровне 33,9 рубля, в 2015 году—34,8 рубля и 35,4 рубля за доллар в 2016 году соответственно.

Судя по обычно оптимистическим прогнозам МЭР, продолжение ослабления рубля - это новая реальность. Какие действия стоит предпринимать компаниям, чьи финансовые потоки напрямую зависят от колебаний курса рубля?

В такой ситуации стоит обратить внимание на инструменты хеджирования валютных рисков. Наиболее распространенный инструмент, форвард, позволяет зафиксировать курс покупки валюты в будущем. Однако, в ситуации, когда близки локальные максимумы курса USDRUB, данный инструмент рискован и не позволяет сохранить гибкость при коррекции на валютном рынке.

Инструмент, который позволит избежать рисков падения рубля, а также сохранить покупателю валюты возможность участия в укреплении рубля — опцион. В пользу применения опционов говорит низкая волатильность, определяющая невысокую стоимость страховки. Также существуют различные комбинации опционов (колл спред, барьерный опцион, др.), которые позволяют существенно снизить стоимость хеджирования за счет принятия дополнительного риска.

Таблица сравнения опционных стратегий и премий на срок 3 месяца, текущий курс USDRUB 32,72.

	Преимущества	Недостатки	Премия (стоимость страховки)
Опцион колл	Прозрачное ценообразование, полная защита от ослабления рубля	Более высокая стоимость по сравнению с более сложными инструментами	Страйк 33,21 Премия 1,70%
Колл спред	Сбалансированная стратегия с учетом более низкой стоимости по сравнению с колл-опционом, но предоставляет большую защиту по сравнению с барьерным опционом.	Стратегия предоставляет только частичную защиту при сильном снижении курса рубля	Страйк 1: 33,21 Страйк 2: 35,00. Премия 1,28%.
Барьерный опцион	Низкая стоимость	При сильном падении рубля страховка теряет силу. Защита исчезает тогда, когда больше всего нужна.	Страйк: 33,21. Барьер: 35,00. Премия: 1,07%.

Главное	Макро	Валюта	Ставки	Производные	Календарь
17 дек	Цены производителей Великобритании				
	Индекс настроений в деловых кругах Германии ZEW				
	Индекс настроений в деловых кругах ЕС ZEW				
	Потребительские цены США				
18 дек	Уровень безработицы Великобритании				
	Число выданных разрешений на строительство нового дома в США				
	Число закладок новых домов в США				
	Решение ФРС США по процентной ставке и QE3				
19 дек	Розничные продажи в Великобритании				
	Число первичных обращений за пособием по безработице США				
	Вторичный рынок жилья США				
20 дек	Цены производителей Германии				
	ВВП Великобритании				
	ВВП США				
23 дек	Личные доходы и расходы США				
	Индекс потребительского доверия в США				
24 дек	Объём заказов на товары длительного пользования в США				
	Первичный рынок жилья США				
25 дек	Рождество				
26 дек	Индекс деловой активности в производственном секторе Японии				
	Число первичных обращений за пособием по безработице США				
27 дек	Уровень безработицы в Японии				
	Промышленное производство Японии				
30 дек					
31 дек	Индекс Chicago PMI США				

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».