

### Главное: Снова рост геополитических рисков

Внешние рынки находятся на распутье. После небольшой коррекции на рынках акции наступает момент, когда все задают вопрос – было ли снижение временным, или отношение к риску начало изменяться. Для российского рынка такого вопроса нет. Очевидно, что сейчас аппетит к рублевым активам только падает, и связано это с геополитикой. Если ситуация останется прежней, то российский рынок акций и рубль продолжают падение. Вопрос об уровнях как всегда – ключевой.

#### Содержание

##### Рынки

- Нефть: в Багдаде не спокойно
- Китай набирает обороты

##### Валюта

- Доллар сохраняет потенциал
- ЕЦБ не поддерживает евро
- Рубль вернулся к минимумам

##### Ставки и денежный рынок РФ

- ЦБ за высокие ставки

##### Финансовые инструменты

- Анализ стратегий по хеджированию валютных рисков

##### Прогнозы курса валют и ставок

Форвардные котировки	1 мес	3 мес	6 мес
USD/RUB	36,1165	36,6890	37,5344
EUR/RUB	48,4718	49,2508	50,4042
Ставки	Знач.	Max 12m	Min 12m
MosPrime ON (%)	7,7100	9,2400	5,0400
MosPrime 3M (%)	10,1600	10,2200	6,7400
Libor 3M (%)	0,2371	0,2666	0,2229
Euribor 3M (%)	0,1729	0,3214	0,1507
Treasuries 10Y benchmark (%)	2,4900	3,0070	2,4366
Russia CDS 5yr	277,7598	291,9700	124,0800
Фондовые индексы/Сырье	Знач.	Max 12m	Min 12m
RTSI	1212,2100	1518,5400	1062,4700
Micex	1378,9800	1533,6100	1237,4300
S&P 500	1938,9900	1987,9800	1630,4800
Dax	9154,1400	10029,4300	8103,1500
Brent	104,7800	117,3200	103,3100
Gold	1290,5000	1419,5000	1195,2500

### Нефть

Нефть после достижения максимальных отметок с начала года в середине июня перешла в фазу коррекции и сохраняла отрицательную динамику до сегодняшнего дня. Ключевым фактором, послужившим для движения вниз, стала переоценка премии за геополитический риск на фоне относительно стабильных поставок и умеренно растущего спроса. Однако санкционирование накануне президентом США применения боевой авиации против боевиков в Ираке вызвало новую волну эмоционального роста стоимости контрактов. Итак, сырьевые рынки продолжают испытывать на себе в первую очередь влияние геополитики, и лишь затем во внимание принимаются фундаментальные составляющие. Премия за риск сохраняется на уровне \$3-5/bbl. Третий раунд санкций, введенный западными странами в отношении РФ, неизбежно будет оказывать сдерживающее влияние на рост спроса на нефть на глобальном уровне. В частности ставится под удар восстановление экономического роста в ЕС, т.к. РФ остается ключевым торговым партнером Европы. Объем потерь от сокращения экспорта из стран ЕС из-за введения санкций оценивается на уровне 0,3% совокупного ВВП, что в свою очередь будет оказывать влияние на спрос на нефть, и может привести к снижению потребления нефти примерно на 250K bbl/d.

Ожидания: совокупный баланс спроса предложения остается устойчивым, хотя и сдержанным. Экономики США и Китая после невнятного старта года начали демонстрировать признаки сдержанного роста. Рост глобального спроса на нефть в текущем году по-прежнему оценивается на уровне 1.3 mb/d. за счет большего спроса со стороны США, Индии и Китая. Замедление спроса на нефть со стороны ЕС на фоне санкций неизбежно окажет негативное влияние на цены. Отрицательный эффект для среднегодового значения цен на Brent оценивается примерно в \$2/bbl.

### Китай

Июльские данные по индексу деловой активности в производственной сфере показали, что китайская экономика продолжает набирать обороты в ответ на меры, предпринятые правительством в начале года такие как, послабления в кредитной и фискальной политике. Индекс деловой активности вырос до максимума последних 5 месяцев. Рост ВВП в первом полугодии достиг 7,5% г/г, что находится в рамках планируемых правительством КНР значений. Несмотря на отдельные успехи, экономика Китая продолжает испытывать затруднения, в частности на рынке недвижимости остается достаточно большим, что соответственно приводит к снижению цен на нее.

Однако это слабо стимулирует активность на рынке из-за существующих ограничений со стороны государства в сегменте ипотечного кредитования и неуверенности покупателей о будущем цен на недвижимость. Сокращающиеся инвестиции в недвижимость являются одним из наибольших макроэкономических рисков для китайской экономики. Смежные отрасли, такие как металлургия, производство стройматериалов, коммунальные услуги и т.д., также несут потери. Понимая это, Правительство КНР вынуждено будет предпринять ряд мер по оживлению рынка недвижимости. Возможно, уже во втором полугодии текущего года следует ожидать снятия некоторых ограничений на покупку жилья в городах.

В свете последних событий на геополитической арене китайская экономика может получить дополнительную выгоду. Так, на фоне санкций, принятых западными странами по отношению к РФ, товарооборот между странами в сегменте «машины и оборудование», скорее всего, будет увеличиваться, в частности в сфере нефтедобывающих технологий. Крупнейшие нефтяные и газовые компании России уже начали переговоры с китайскими производителями по поводу поставок оборудования.

## Евро/доллар

За прошедший месяц индекс доллара вырос более чем на 2%. Мы по-прежнему делаем ставку на доллар. ЕЦБ сейчас намного ближе к мягкой монетарной политике, чем ФРС и это продолжит давить на евро. В США программа ФРС выкупа активов на каждом заседании сокращается на 10 млрд. и мы ожидаем, что к октябрю регулятор завершит QE. С другой стороны, мы не ждем, что ФРС резко перейдет к фазе повышения ставок. Инфляция остается ниже таргета, а последний отчет по рынку труда зафиксировал рост безработицы и слабый рост реальной заработной платы. Но все же политика и риторика ФРС останется жестче, чем таковая ЕЦБ. В Европе проблемы с ростом экономики усугубляются санкциями, введенными в отношении России. Впрочем, санкции безусловно большая угроза для рубля чем для евро. Прогнозы по основным парам представлены на предпоследней странице.

## Рубль

За последний месяц после введения новых санкций рубль снова расширил свой дисконт к другим валютам развивающихся стран. Санкции на этот раз коснулись финансового сектора, и теперь госбанкам будет не просто рефинансироваться в Европе и США. В этом свете стоит обратить внимание на график погашения задолженности по внешним займам. До конца года компании должны пролонгировать или погасить 83 млрд. долл. Из них 23 млрд. приходится на банки. Если, скажем, треть этой суммы не сможет быть пролонгирована и будет привлечена на локальном рынке в рублях, то это может

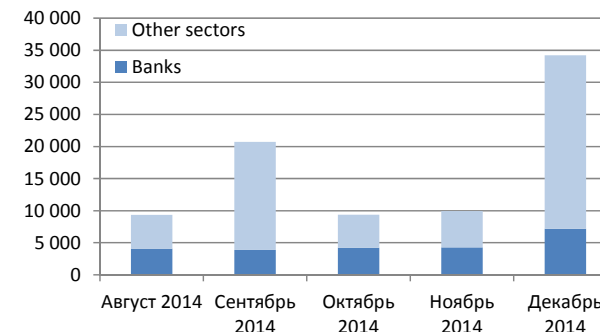
серьезно негативно сказаться на российской валюте. Да, ЦБ имеет ресурс по замещению внешнего долга, то он не бесконечен. В итоге последний раунд санкций, принятый ЕС и США может привести к заметному давлению на рубль до конца года. Самыми сложными могут стать сентябрь и декабрь. Несмотря на то, что санкции могут быть отменены, в связи с повысившимися рисками оттока капитала мы повысили прогноз по паре доллар/рубль до 35.3 до конца года.

Основной негатив для рубля связан с геополитическими факторами. Нефть демонстрирует слабость, но мы по-прежнему не видим значимой корреляции рынка нефти с рублем. Если котировки Brent продолжают двигаться в диапазоне 100-110 долл. за баррель, это практически никак не будет влиять на динамику рубля. Наша модель, основанная на ценах на нефть, показывает, что дисконт рубля относительно условно-справедливых отметок достигает 10%, но в краткосрочном плане пока нет повода для заметного сокращения этого дисконта ввиду упомянутых выше факторов.

ЦБ после того как в июне расширил коридор невмешательства до 37.35-42.45 интервенций не проводил, хотя сейчас корзина вплотную приблизилась к зоне поддержки рубля ЦБ. Волатильность рубля вполне может привести к краткосрочному обновлению исторических минимумов 36.7 рублей. Но на наш взгляд это скорее хороший момент для продажи валюты. Что касается долгосрочных прогнозов, то они представлены в таблице на предпоследней странице.



**График погашения внешнего долга для корпоративного сектора (\$ млн.)**



## Денежный рынок

После того как неожиданно ЦБ повысил ключевые ставки на 50 б.п. денежный рынок закономерно торгуется выше. Дефицита ликвидности не наблюдается. Более того, впервые за долгое время ЦБ начал абсорбировать ликвидность через депозитный аукцион и 4 июня банки разместили в ЦБ 360 млрд. рублей под ставку 7.88%. Инструментарий ЦБ остается прежним. Стоит отметить, что в последнее время коэффициент утилизации снизился. Это обусловлено ростом объемов операций по предоставлению ликвидности под залог нерыночных активов, что скорее является позитивным сигналом для рынка. Если говорить исключительно об объеме накачки ликвидностью ЦБ банковского сектор, то в относительных цифрах объем не растет, что также говорит о стабилизации ситуации. Впрочем, и темпы роста кредитования сокращаются.

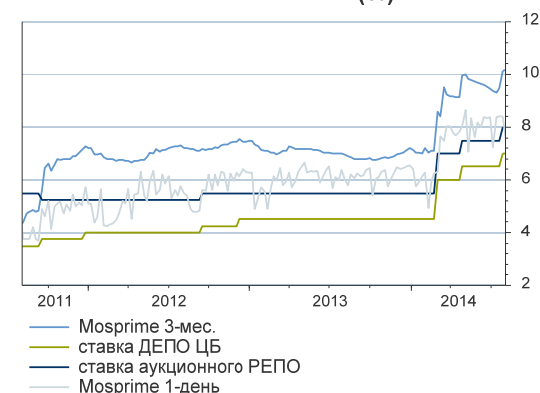
Скорее всего, острого дефицита ликвидности в ближайшие месяцы мы не увидим. Ставки будут зависеть от политики ЦБ, который продолжает следовать жесткой линии таргетирования инфляции. Пока намек на снижения ставки не видно, более того есть риск роста ставки в связи с угрозой ускорения инфляции в том числе на фоне введения ограничения на ввоз продуктов из Европы.

Россия ограничила ввоз продовольствия из стран Евросоюза, США, Канады, Австралии и Норвегии. По нашим расчетам данный запрет может добавить 1%-2% роста стоимости потребительской корзины. Это тот рост, с которым ЦБ справиться будет непросто.

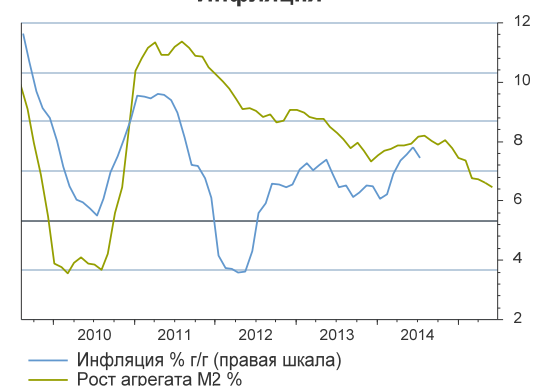
Но не только продуктовая инфляция будет заботить ЦБ. Главными аргументами ЦБ держать ставки на высоком уровне являются риски роста инфляции в связи с возможным повышением налогов, тарифов и снижением рубля. В связи с тем, что геополитическая напряженность остается крайне высокой, рубль будет в центре внимания.

Снижения ставок ждать не приходится, что является негативом с точки зрения экономического роста. Последняя статистика показывает слабость роста розницы и инвестиционной активности. Безусловно, неопределенность, связанная с геополитическим фактором бьет по всем секторам, в особенности по росту капитальных инвестиций. Но повышение ключевой ставки еще сильнее загоняет экономику в тупик. Министерство экономики уже бьет в набат и предлагает изменить механизм принятия решения по ключевой ставке ЦБ. Давление на ЦБ усиливается и есть надежда, что ЦБ может избрать выжидательную тактику, хотя риски повышения ключевой ставки остаются высокими.

### Ключевые ставки (%)



### Инфляция



## Анализ стратегий по хеджированию валютных рисков 2010-2014 гг.

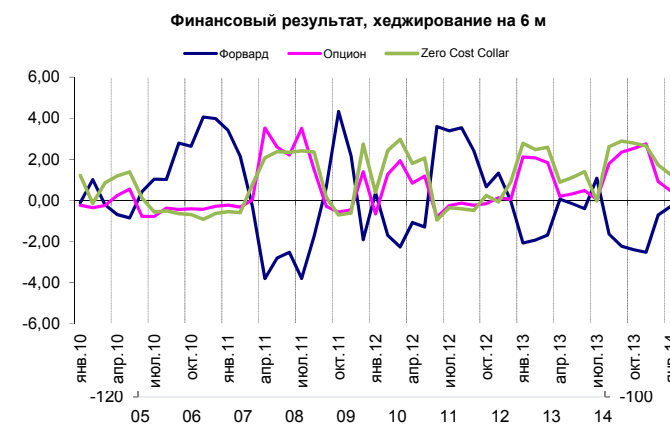
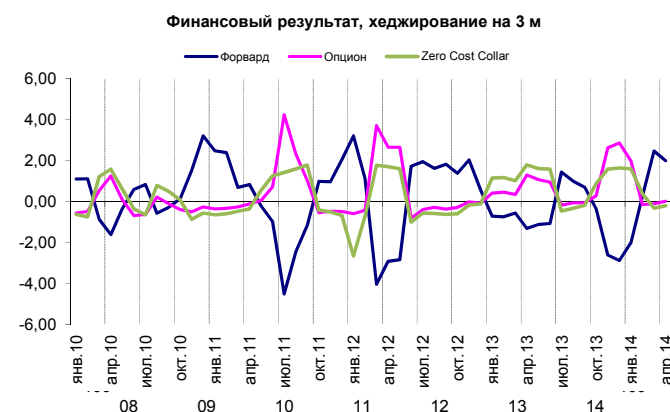
Выбирая между стратегиями по управлению валютными рисками, стоит внимательно подходить к эффективности различных производных инструментов при различных ситуациях на валютных рынках. Особенно актуальным этот вопрос становится на фоне возросшей волатильности и высокой степени непредсказуемости текущего рублевого рынка. Неправильно выбранная стратегия может принести как значительны убытки, так и непредвиденные расходы.

Для анализа эффективности стратегий хеджирования при продаже валютной выручки в долларах США за рубли, мы рассмотрели три основных инструмента: продажу поставочного форварда USDRUB, покупку опциона USDRUB put и опционную стратегию Zero Cost Collar, которая включает покупку компанией опциона USDRUB put и одновременную продажу опциона USDRUB call. Рассматриваемый период: январь 2010— июль 2014 года; срок хеджирования: 3 и 6 месяцев. Ниже приведены графики результатов (в долларах США на единицу номинала)

различных стратегий по сравнению с обычной продажей валюты на спот рынке.

Основной вывод из проведенного «бэктестинга»— в долгосрочном перспективе простые опционы и Zero Cost Collar являются более выгодной и в то же время менее рискованной стратегией для управления валютными рисками. Данные инструменты предоставляют возможность ограничить максимальный размер расходов, сохраняя гибкость в периоды стремительного роста курса валюты к рублю.

В то же время, форварда показывают значительно больший разброс доходности и наиболее эффективны в преддверии продолжительного роста рубля. Таким образом, при выборе стратегии хеджирования стоит рассматривать весь доступный инструментарий и принимать торговые решения исходя из прогнозов по дальнейшему движению курса USDRUB, стоимости опционов (волатильность) и форвардов (разницы в процентных ставках, форвардные пункты).



<b>08.08.14</b>	Торговый баланс Германии		Число первичных обращений за пособием по безработице США		Число первичных обращений за пособием США
	Торговый баланс Великобритании	<b>15.08.14</b>	ВВП Великобритании		Продажи домов на вторичном рынке США
	Производительность труда и затраты на труд США		Индекс цен производителей США	<b>25.08.14</b>	Продажи новых домов в США
<b>11.08.14</b>	Индекс потребительского доверия в Японии		Объём промышленного производства США	<b>26.08.14</b>	Ракааз на товары длительного пользования в США
<b>12.08.14</b>	Саммит стран G-20		Загрузка производственных мощностей США	<b>27.08.14</b>	Уровень безработицы в Японии
	Объём промышленного производства Японии	<b>18.08.14</b>	Индекс оптовых цен в Германии		Объём промышленного производства в Японии
	Индекс настроений в деловых кругах Германии ZEW		Торговый баланс еврозоны	<b>28.08.14</b>	ВВП США
	Индекс настроений в деловых кругах еврозоны ZEW	<b>19.08.14</b>	Индекс цен производителей Великобритании		Число первичных обращений за пособием США
<b>13.08.14</b>	Саммит стран G-20		Индекс потребительских цен в Великобритании	<b>29.08.14</b>	Розничные продажи в Германии
	ВВП Японии		Индекс потребительских цен в США		Уровень безработицы в ЕС
	Объём промышленного производства в Китае		Число закладок новых домов в США		Chicago PMI
	Розничные продажи в Китае		Число выданных разрешений на строительство нового дома в США		Личные доходы и расходы США
	Индекс потребительских цен в Германии	<b>20.08.14</b>	Индекс деловой активности в Японии		
	Объём промышленного производства в еврозоне		Индекс цен производителей Германии		
	Розничные продажи в США		Протоколы предыдущего заседания Комитета по открытым рынкам ФРС США		
	Товарно-материальные запасы компаний США	<b>21.08.14</b>	Индекс деловой активности в производственном секторе Германии		
<b>14.08.14</b>	ВВП Германии		Индекс деловой активности в сфере услуг Германии		
	ВВП еврозоны		Индекс деловой активности в производственном секторе еврозоны		
	Индекс потребительских цен в еврозоне		Индекс деловой активности в сфере услуг еврозоны		

## Прогноз Nordea

Валютная пара	Spot	3М	31 дек 14	30 июн 15	31 дек 15
EURUSD	1,3383	1,3600	1,3000	1,2800	1,2500
USDRUB	36,5027	35,5000	35,3000	34,4000	34,0000
EURRUB	48,8516	48,2800	45,8900	44,0320	42,5000
USDCHF	0,9066	0,8971	0,9615	1,0156	1,0800
GBPUSD	1,6808	1,6386	1,6667	1,6410	1,6026
USDJPY	101,7240	102,0000	103,0000	105,0000	110,0000
EURCHF	1,2134	1,2200	1,2500	1,3000	1,3500
EURGBP	0,7962	0,8300	0,7800	0,7800	0,7800
EURJPY	136,1390	138,7200	133,9000	134,4000	137,5000
EURSEK	9,2602	9,4000	9,3500	9,2000	9,1000
EURNOK	8,3747	8,2000	8,1000	8,1000	8,0000
PLNRUB	11,5650	11,7756	11,1927	11,0080	10,7595
HUFRUB	0,1545	0,1609	0,1530	0,1468	0,1417
CZKRUB	1,7568	1,7881	1,6996	1,6308	1,6346
LTLRUB	14,1500	13,9820	13,2899	12,7518	12,3081
Benchmark	Spot	3М	31 дек 14	30 июн 15	31 дек 15
USDLIBOR 3M	0,2342	0,30	0,45	1,05	1,60
EURIBOR 3M	0,2050	0,20	0,20	0,20	0,40
MOSPRIME 3M	10,1700	10,10	10,00	9,40	9,00

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

**Продажи**

Харахашян Арсен (доб. тел. 4207)  
[arsen.kharakhashyan@nordea.ru](mailto:arsen.kharakhashyan@nordea.ru)

Петрович Юрий (доб. тел. 4270)  
[yury.petrovich@nordea.ru](mailto:yury.petrovich@nordea.ru)

Евсикова Юлия (доб. тел. 1343)  
[yuliya.evsikova@nordea.ru](mailto:yuliya.evsikova@nordea.ru)

Бурдун Елена (доб. тел. 4210)  
[elena.burdun@nordea.ru](mailto:elena.burdun@nordea.ru)

Людмила Цирельман (доб. тел. 4257)  
[liudmila.tsirelman@nordea.ru](mailto:liudmila.tsirelman@nordea.ru)

Куплаис Эдгар (доб. тел. 1484)  
[edgar.kuplais@nordea.ru](mailto:edgar.kuplais@nordea.ru)

**Аналитика**

Феденков Дмитрий (доб. тел. 3368)  
[dmitry.fedenkov@nordea.ru](mailto:dmitry.fedenkov@nordea.ru)

Савченко Дмитрий, CFA (доб. тел. 4194)  
[dmitry.savchenko@nordea.ru](mailto:dmitry.savchenko@nordea.ru)

Давыдов Денис (доб. тел. 3385)  
[denis.davydov@nordea.ru](mailto:denis.davydov@nordea.ru)