

Главное: Конец года близится, а роста все нет

Мировая экономика продолжает восстанавливаться, в то время как российская отстает по темпам роста даже от многих развитых стран. В США даже несмотря на фискальные проблемы восстановление идет прежними темпами, Европе выйти из застоя помогает ЕЦБ, Китай пока остается локомотивом роста. Россия отстает от коллег по развитым и развивающимся экономикам, а долгосрочные прогнозы не радуют. Впрочем рубль пока игнорирует внутренние факторы и ориентируется на внешние. Но и тут пока не все гладко, поскольку нефть торгуется слабо, а сворачивание программы количественного смягчения в США готовится ударить по всем развивающимся валютам.

Основные индикаторы

Форвардные котировки	1 мес	3 мес	6 мес
USD/RUB	32,7825	33,12	33,6025
EUR/RUB	43,8075	44,2625	44,915
Денежный рынок	Знач.	Max 12m	Min 12m
MosPrime 1M (%)	6,56	6,91	6,22
MIBOR 1m (%)	6,83	7,55	6,74
RUONIA 1d (%)	6,28	6,66	4,03
Implied NDF yield 6m%	6,38	6,67	5,89
Долговой рынок	Знач.	Max 12m	Min 12m
Russia CDS 5yr	163,33	343	119
Eurobond Russia 30Y	4,042	4,684	2,516
EMBI +	129,06		
Фондовые индексы	Знач.	Max 12m	Min 12m
RTSI	1435,12	1635,5	1233,04
Micex	1489,55	1562,93	1281,89
S&P 500	1770,61	1770,61	1351,3
DJIA	15761,78	15761,78	12542,38
Brent	105,55	129,43	89

Содержание

Макрорынки

- Рост в США приближает сворачивание QE
- ЕЦБ удивил ранним снижением ставки
- Нефть: волатильность выроста

Валюта

- Рубль игнорирует внутренний негатив
- Доллар - фаворит

Ставки и денежный рынок РФ

- ЦБ бездействует
- Экономика замедляется
- Инфляция не позволяет снизить ставки

Финансовые инструменты

- Свопы в свете решения ЕЦБ

Развитие экономики

Главным ньюсмейкером прошедших недель стал ЕЦБ, который неожиданно для многих снизил ключевую ставку. Главными аргументами стали опасения относительно стабильности восстановления экономики и замедлившаяся до 0.7% октябрьская инфляция. Кроме того был серьезный спрос на снижение ставки у реального сектора, который страдал от роста евро. Руки были развязаны и многие ожидали от ЦБ голубиные комментарии и намеки на снижение ставки в декабре. Но более агрессивный подход ЕЦБ говорит о том, что регулятор всерьез беспокоится за стабильность восстановления Еврозоны. Евро закономерно падает против доллара. Рубль также укрепляется против единой европейской валюты. Поддержкой для евро может стать отметка 43 руб. – окрестность 3-месячных минимумов.

Пока мы не ждем от ЕЦБ продолжения смягчения, хотя в рукаве у регулятора есть еще такие инструменты как LTRO (предоставление длинных денег рынку) и даже отрицательная ставка по депозитам. Вероятно, инфляция достигнет локальным минимумом в октябре в зоне евро, рост экономики продолжится прежними темпами, а значит ЕЦБ с большой долей вероятности изберет выжидательную тактику. На рынок долгосрочного влияния снижение ставки вряд ли окажет. Судя по динамике свопов и ставок в Европе, рынок в том или ином виде ждал смягчения политики, а значит волатильность рынка вырастет ненадолго.

В любом случае ослабление евро происходило в рамках нашего долгосрочного прогноза. **Мы ставим против евро** даже не столько исходя из политики регуляторов, сколько на фоне более слабых перспектив экономики Еврозоны скажем по сравнению с США.

Штаты выбрались в октябре из ямы политических дрызг и внимание снова обращено на экономику, ФРС, квартальные отчеты. Несмотря на то, что **мы перенесли наш прогноз о начале сворачивания программы QE на начало 2014 года**, мы по-прежнему

считаем, что выход США из программы количественного смягчения не сильно ударит по устойчивости восстановления экономики. Рынок труда, несмотря на девиации связанные с остановкой работы правительства в октябре, вероятно продолжит восстанавливаться (последний отчет рынка труда тому подтверждение), а рынок недвижимости и потребительский сектор станут локомотивами роста ВВП. Прогноз по паре евро/доллар см. на следующей странице.

Нефть

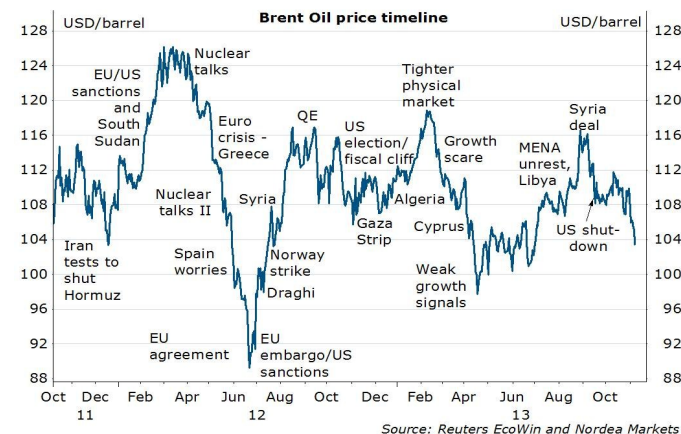
Средняя стоимость нефти марки Brent по итогам октября составила \$109.4/bbl, что выше наших прогнозных значений, оцениваемых на уровне \$107/bbl. Непреднамеренное сокращение поставок из Ирана, Ирака, Нигерии и Ливии стало основной причиной по которой Brent устойчиво торговалась в районе \$109/bbl, несмотря на достаточный объем запасов и сезонный спад потребления. Спрос в октябре был более слабым на фоне приостановки работы ряда НПЗ в силу технических и технологических причин. Тем не менее мы ожидаем смены данной тенденции уже в ближайшие недели, т.к. спрос на нефть и нефтепродукты сезонно возрастет. Помимо сезонных факторов определенный оптимизм на рост потребления в оставшийся период до конца года вселяет текущее состояние мировой экономики, которое продолжает улучшаться, а также сохраняющаяся ультрамягкая денежно-кредитная политика в США и еврозоне. К слову в США несмотря на government shutdown совокупный объем продаж автомобилей в октябре продолжил умеренный рост (за полные 10 мес. текущего года продажи на 8% выше аналогичного периода 2012г.).

Не стоит сбрасывать со счетов и нестабильность в регионе MENA, которая до недавнего времени не стояла столь остро как прежде. По итогам 3 квартала недопоставки из сран-MENA составили порядка 2.4 m b/d, или 2/3 от общего объема. Завершившиеся нака-

нуне переговоры по иранской ядерной программе в очередной раз продемонстрировали всю сложность ситуации, дав повод для роста цен. Новый раунд переговоров состоится 20 ноября, т.о. как минимум до указанной даты премия за «иранский вопрос» будет присутствовать в ценах.

Что касается объемов потребления со стороны второй по величине мировой экономики - Китая, то несмотря на данные за октябрь отразившие ошутимое снижение (чистый импорт нефти сократился до 4.8 m b/d с сентябрьских 6.5 m b/d), мы видим, что потребление остается стабильным и на текущий момент выше 5-летней средней, кроме того правительством КНР одобрено увеличение уровня стратегических запасов.

Определенную обеспокоенность вызвала динамика цен сформировавшаяся на рынке с начала ноября (Brent снизилась практически на \$6/bbl). В то же время мы полагаем, что на текущий момент движение вниз исчерпало себя (Brent ~ \$103/bbl), и ожидаем возвращения цен к уровню \$106-108, при этом «медвежьи» настроения остаются достаточно сильными (основываясь на данных о сокращении ставок на рост цен, CFTC). Наш прогноз на Brent на оставшиеся 2 мес. года сохраняется на уровне \$107/bbl.

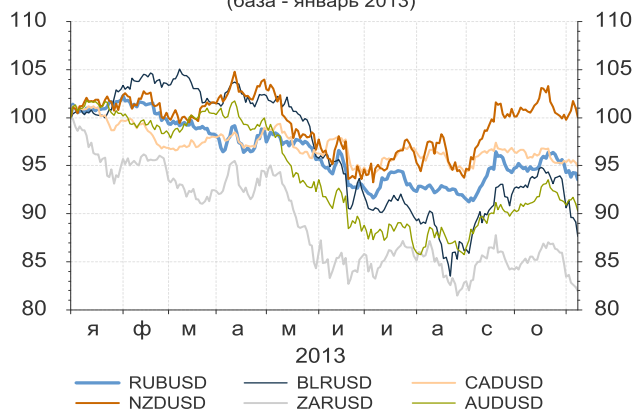


Главное Макро **Валюта** Ставки Производные Календарь

Снижение ставки ЕЦБ привело к повышенной волатильности рынка. Рубль отметился на максимумах месяца против евро. Доллар напротив смотрится сейчас сильнее и даже обновляет месячные максимумы против рубля. Но в целом рубль по своей динамике не сильно выбивается из общей картины для сырьевых валют.

Сравнение динамики сырьевых валют

(база - январь 2013)

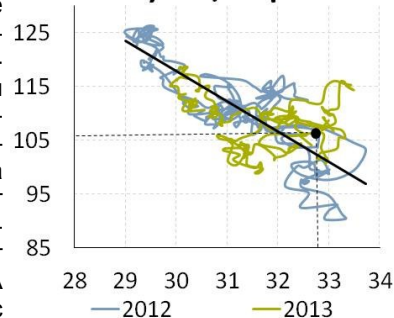


Говоря о корзине, стоит отметить, что после того как ЦБ расширил коридор невмешательства до 3.1 рублей рубль продолжит торговаться в непосредственной близости от границы зоны интервенций ЦБ. В начале ноября регулятору даже снова пришлось начать покупать рубль, поскольку корзина вышла выше 37.45 рублей.

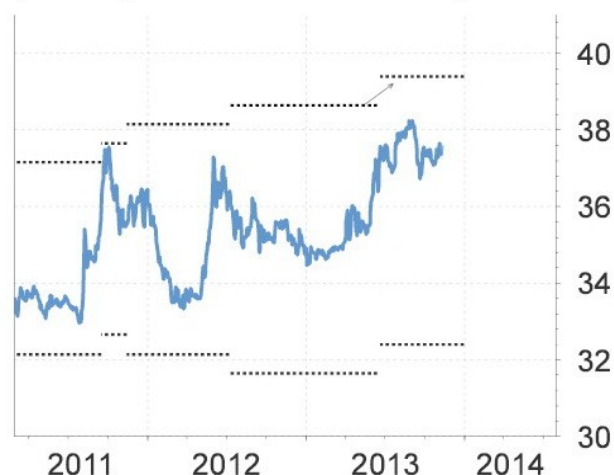
В целом долгосрочная картина пока представляется прежней. Рубль ходит на поводке цен на нефть (см. рис.). Плюс видится некоторый дисконт в свете замедления темпов экономического роста и перспективы начала сокращения программы количественного смягчения в США.

К слову мы ждем, что ФРС объявит о начале сворачивания программы в начале 2014 года. Пока несмотря на период приостановки работы правительства США экономика страны показывает приличные темпы роста. Последний отчет по занятости в США превысил консенсус прогноз рынка. Это приближает момент начала сокращения программы выкупа активов в США а значит долларские ставки скорее всего продолжат расти. Процентный дифференциал между долларом и евро может расширяться, что фундаментально окажет поддержку американской

Рубль/нефть



Границы бивалютной корзины



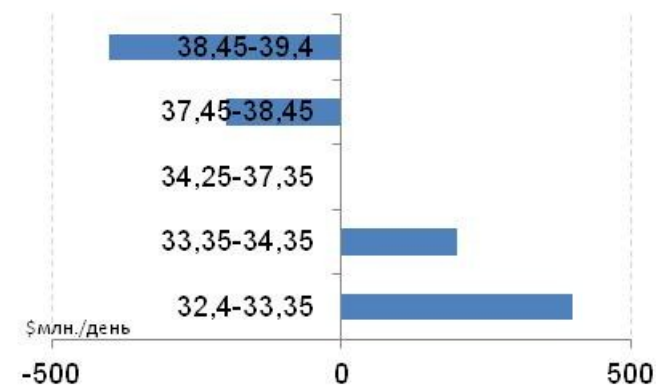
валюте. К слову доллар торгуется сейчас на 2-месячных максимумах против корзины основных валют.

ЕЦБ, смягчив денежно-кредитную политику, может продолжить удивлять рынок - помимо снижения ставки в рукаве у регулятора есть еще такой инструмент как LTRO.

В итоге мы по-прежнему ожидаем ослабления евро против доллара. Краткосрочная волатильность не исключает временного укрепления евро, но долгосрочно европейская валюта видится среди аутсайдеров. Наш прогноз представлен в таблице.

Горизонт	Форвард USDRUB	Прогноз Nordea	Форвард EURRUB	Прогноз Nordea	Форвард EURUSD	Прогноз Nordea
3М	33,211	33,100	44,499	44,023	1,339	1,330
30 июн 14	33,958	33,000	45,517	42,900	1,340	1,300
31 дек 14	34,943	32,800	46,874	41,000	1,341	1,250

Интервенции ЦБ



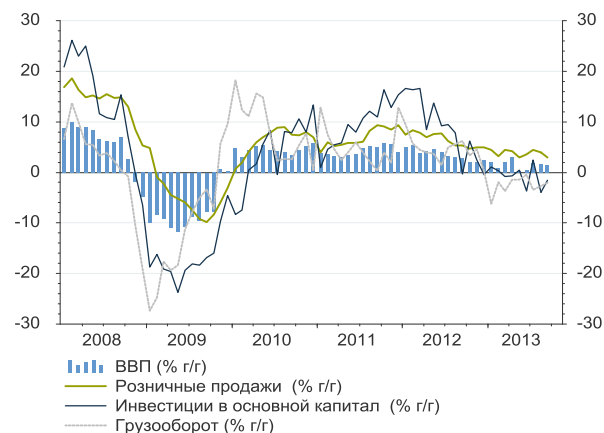
На денежном рынке

Рынок никак не может дождаться снижения ставок ЦБ. Впрочем регулятор продолжает увеличивать дюрацию выданных системе денег, проводя квартальные аукционы под залог нерыночных активов под плавающую ставку. Это продолжит оказывать давление на 3-6 месячные ставки денежного рынка, которые имеют потенциал к снижению.

Снизить ключевую ставку ЦБ мешает высокая инфляция. К сожалению ожидания продолжения замедления роста цен в октябре не оправдались. Традиционно инфляция носит немонетарный характер, но это и не новость. В октябре неожиданно начался рост цен на продукты питания на фоне удорожания цен на плодово-овощную продукцию. Это отчасти идет вразрез с сезонностью, ведь как правило рост цен на овощи и фрукты начинается только в конце ноября. Это негативный сигнал с точки зрения перспектив снижения ставки ЦБ в ближайшие месяцы.

ЦБ в прошедшую пятницу закономерно оставил ставки на прежнем уровне, несмотря на то, что реальный сек-

тор ждет смягчения монетарной политики, что необходимо в условиях падения капитальных инвестиций. Последние являются основным тормозом для роста



ЦБ оценивает эти риски вполне адекватно, но пока инфляция не войдет в целевой коридор 5%-6% (для 2013 года), снижения ставки скорее всего не будет.

По нашим оценкам инфляция вполне может уйти ниже 6% в начале 2014 года. Пока же ЦБ продолжит закачивать в систему 3-6-месячные деньги. К началу 2014 года банки будут располагать около 1 трл. рублей под плавающую ставку, что позволит ЦБ иметь большее влияние на рынок, изменяя ключевую ставку. Не исключено, что регулятор помимо инфляции также ждет, когда рынок «подсядет на иглу» 3-6-месячных аукционов.

Резюме.

Мы ждем снижение ключевой ставки ЦБ в начале 2014 года. 3-месячные ставки, несмотря на рост сентябрь-октябре, сохраняют потенциал к снижению. Прогнозы представлены в таблице.

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

Ключевые ставки (%)



экономики.

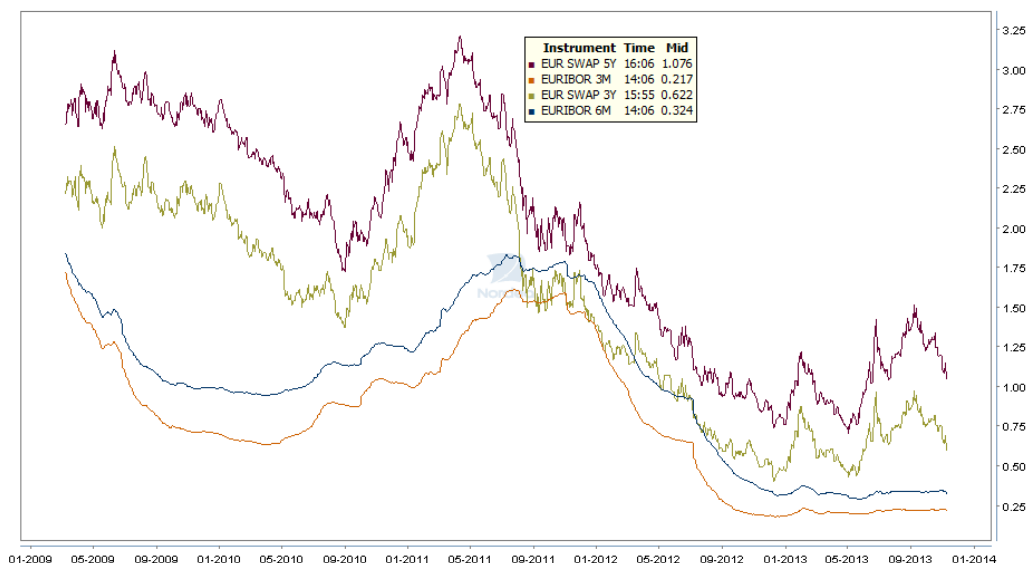
Рост ВВП замедлился в 3-м квартале до 1.2%. Главный драйвер роста, потребление домохозяйств, пока не дает повода думать о стагнации или рецессии в экономике. Но рост реального потребления не может продолжаться прежними темпами долгое время. Розничные продажи уже сейчас показывают спад темпов роста, даже несмотря на уверенный рост реальной заработной платы. Это может говорить о том, что уверенность потребителей в завтрашнем дне пошатнулась, а значит может вырасти уровень сбережения. Это в свою очередь ударит по потреблению и без восстановления инвестиционной активности рецессионный сценарий для России станет не таким уж маловероятным.

Эффект снижения ставки рефинансирования ЕЦБ на рынок евро-свопов

Вопреки прогнозам аналитиков, ЕЦБ не стал дожидаться декабря и принял решение о понижении ставки рефинансирования на 25 базисных пунктов. Одна из основных целей данного решения — стимулирование частного сектора посредством снижения стоимости заемных средств. Попробуем проанализировать какие возможности открывает данное действия ЦБ для заемщиков.

Реакция рынка на действия Центрального Банка была умеренной: трёх- и пяти-летние процентные свопы в евро снизились на 10 базисных пунктов до 0,61% и 1,06% соответственно. При этом, ставки на Euribor 1m и Euribor 3m — находящиеся на исторически низких уровнях, никак не отреагировали.

Исторический график 3m Euribor и ставок 3-ех и 5-летних свопов



Прогнозируя дальнейшие движения рынка процентных ставок в евро, стоит обратить внимание на предыдущие циклы и, особенно, на историческую разницу (спрэд) между долгосрочными и краткосрочным ставками. Предыдущие циклы на пятилетнем графике указывают, что при широком спреде — нисходящий тренд указывает на вероятность роста процентных ставок на обоих горизонтах. В то же время, узкий спрэд указывает на возможное падение ставок.

Текущая ситуация характеризуется умеренной форвардной премией к краткосрочным ставкам, что дает возможность зафиксировать ставки на достаточно привлекательных уровнях.

На наш взгляд, фаза дна еще не достигнута, т.к. не весь эффект снижения ставки рефинансирования и последующих мер по стимулированию экономики заложен в цену. В ближайшее время можно ожидать продолжение бокового тренда с достижением фазы дна в течении полугода.

Проводя параллели с долларovým рынком, можно отметить, что резкий скачок стоимости свопов был на фоне первых сигналов о выздоровлении экономики США. Аналогичную ситуацию с определенной задержкой можно ожидать и в Еврозоне.

Важно не пропустить момент низких уровней по долгосрочным свопам, который позволит зафиксировать стоимость заемных средств на длинные сроки в преддверии цикла повышения ставок ЕЦБ.

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

12.11.2013	Цены производителей Германии				
	Цены производителей Великобритании				
	Потребительские цены Великобритании				
	Потребительские цены Германии				
13.11.2013	Уровень безработицы Великобритании				
	Промышленное производство Еврозоны				
14.11.2013	ВВП Японии				
	ВВП Германии				
	ВВП Еврозоны				
	Число первичных обращений за пособием по безработице США				
	Производительность труда США				
	Расходы на рабочую силу США				
15.11.2013	Потребительские цены Еврозоны				
	Саммит министров экономики и финансов Евросоюза				
	Промышленное производство США и загрузка произв. мощностей				
	Оптовые запасы США				
18.11.2013	Торговый баланс Еврозоны				
19.11.2013	Индекс настроений в деловых кругах Германии ZEW				
	Индекс настроений в деловых кругах ЕС ZEW				
	Индекс стоимости рабочей силы в США				
20.11.2013	Торговый баланс Японии				
	Цены производителей Германии				
	Розничные продажи в США				
	Потребительские цены США				
	Вторичный рынок жилья США				
21.11.2013	Индекс деловой активности в производственном секторе Еврозоны				
	Индекс деловой активности в сфере услуг Еврозоны				
	Число первичных обращений за пособием по безработице США				
	Индекс цен производителей США				
	Индекс потребительского доверия в Еврозоне				
22.11.2013	ВВП Германии				
	Индекс настроений в деловых кругах Германии Ifo				
25.11.2013	Саммит министров финансов стран G-7				
26.11.2013	Число выданных разрешений на строительство нового дома в США				
	Число закладок новых домов в США				
	Индекс потребительского доверия в США				
27.11.2013	Розничные продажи в Японии				
	ВВП Великобритании				
	Объём заказов на товары длительного пользования в США				
28.11.2013	Отчёт Банка Англии о финансовой стабильности				
	Число первичных обращений за пособием по безработице США				
29.11.2013	Уровень безработицы в Японии				
	Индекс потребительских цен в Еврозоне				
	Уровень безработицы в Еврозоне				
	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».