

### Главное: Политика выходит на первый план

Ньюсмейкером в последнее время выступают США. Политический кризис, связанный со сложностью принятия решения по повышению потолка госдолга, пока мало волнует рынки, но его не стоит недооценивать. Потенциал негативного влияния на темп роста экономики этого фактора существенен, хотя и смягчается решением ФРС продолжать программу QE в прежнем объеме до начала 2014 года.

Российский рынок следует за внешним позитивом. Рубль в сентябре укрепился впервые с января 2013 года. В то же время внутренние проблемы никуда не делись. Экономика показывает слабые темпы роста, а ЦБ и правительство пока медлят с принятием полномасштабных стимулирующих мер.

### Основные индикаторы

| Форвардные котировки  | 1 мес    | 3 мес    | 6 мес    |
|-----------------------|----------|----------|----------|
| USD/RUB               | 32,5     | 32,8875  | 33,2875  |
| EUR/RUB               | 43,9375  | 44,395   | 45,025   |
| Денежный рынок        | Знач.    | Max 12m  | Min 12m  |
| MosPrime 1M (%)       | 6,41     | 6,91     | 6,22     |
| MIBOR 1m (%)          | 6,76     | 7,55     | 6,74     |
| RUONIA 1d (%)         | 5,36     | 6,66     | 4,03     |
| Implied NDF yield 6m% | 6,28     | 6,67     | 5,89     |
| Долговой рынок        | Знач.    | Max 12m  | Min 12m  |
| Russia CDS 5yr        | 171,24   | 343      | 119      |
| Eurobond Russia 30Y   | 3,956    | 4,684    | 2,516    |
| EMBI +                | 125,63   |          |          |
| Фондовые индексы      | Знач.    | Max 12m  | Min 12m  |
| RTSI                  | 1461     | 1635,5   | 1233,04  |
| Micex                 | 1501,01  | 1562,93  | 1281,89  |
| S&P 500               | 1656,4   | 1656,4   | 1351,3   |
| DJIA                  | 14802,98 | 15676,94 | 12542,38 |
| Brent                 | 109,37   | 129,43   | 89       |

### Содержание

#### Макрорынки

- Политический кризис в США сказался на ставках
- Рост самой сильной экономики продолжается
- QE продолжается
- Нефть: зима охладит рынки

#### Валюта

- Рубль вернулся к истокам
- ЦБ снижает интервенции

#### Ставки и денежный рынок РФ

- ЦБ смягчил политику без снижения ставки
- Рынок ждет более существенных действий

#### Финансовые инструменты

- Хеджирование валютных рисков

**Развитие экономики**

Наибольшее внимание приковывают к себе США. Политический кризис, разразившийся вокруг повышения потолка госдолга, многих ставит в тупик, но только не рынки. Если брать фондовые площадки, как индикатор аппетитов к риску, то видно, что инвесторы уверены в скором решении проблемы. Сейчас конгресс несколько приблизился к выходу из кризиса, но есть высокая вероятность, что закон о повышении потолка госдолга будет принят в последние дни перед истечением дэдлайна 17 октября. А значит рынки еще успеют испугаться. Вероятность непринятия закона и дефолта США на наш взгляд практически нулевая. Все прекрасно понимают фатальность возможных последствий. ФРС также принимает во внимание текущие фискальные проблемы, и по этой причине начало сворачивания программы QE, вероятно, будет перенесено с этого года на начало 2014-го. Ранее мы недооценили фактор политического и фискального кризиса в США. В итоге, сейчас мы пересмотрели прогнозы по долларовой ставкам и по валютному рынку. Продолжение программы количественного смягчения отодвигает перспективу начала роста ставок в США, а значит негативно сказывается на курсе доллара. На конец 2013 года наш прогноз по паре евро/доллар был пересмотрен с 1.295 до 1.33, в то время как прогноз на июль 2014 года был поднят до 1.3 с 1.25. Тем не менее, макроэкономическая ситуация в США остается благоприятной, если сравнивать с ситуацией в Еврозоне. Рынок недвижимости продолжает локомотивом толкать экономику, цена на недвижимость продолжает расти, долговая нагрузка домохозяйств достигла минимального за десятилетие

ти уровня, отношение стоимости обслуживания долга к доходам домохозяйств находится на минимумах с 1980 года. Улучшение ситуации на рынке труда, до приостановки работы правительства, также выступало фактором роста. После решения текущих политических проблем рост экономики восстановится.

**Китай**

Сохранение китайского PMI по итогам сентября выше уровня 50п. (50.2 п.) стало позитивной новостью. Положительные изменения в состоянии мировой экономики наряду с проводимыми в КНР стимулами и процессом пополнения запасов внесли свой вклад в улучшение почти всех субиндексов PMI. На этом фоне мы по-прежнему ожидаем позитивных новостей от промышленного сектора Поднебесной в ближайшие месяцы. В то же время, не стоит рассчитывать на продолжительную положительную динамику, отскок как ожидается продлится не более чем несколько месяцев. Пакет стимулирующих мер позволит достичь целевых показателей роста экономики в текущем году в размере 7.5%. Однако после того как экономика стабилизируется на повестку дня вновь будет поставлен вопрос о сдерживании/контроле кредитования, сокращении избыточных производственных мощностей. Ключевыми темами остаются долгосрочные реформы: дальнейшая либерализация финансовых рынков, повышения контроля в сферах госсобственности и теневой банковской системы, социальные реформы. Т.о. Китай продолжит ребалансировку экономической модели от инвестиций в рост к потреблению, цель - более равновесные внутреннее потребление и внешний спрос.

**Нефть**

Большую часть сентября нефтяные контракты сохраняли боковую динамику. Цены сползли вниз на 4% после купирования сирийского конфликта. Помимо этого статистика с рынка труда США не давала четкого ответа относительно перспектив QE-3. Как следствие - понижательное давление, в то время как сезонный спрос оставался относительно высоким. Начало 4-го квартала ознаменовано очередным бюджетным и долговым кризисом США. Недоговоренность Президента и Конгресса блокировали работу госучреждений и 800 тыс. госслужащих, что стало поводом для беспокойств относительно будущего потребления нефти и экономики США в целом. Однако накануне появились первые сигналы о пре-

одолении выстроенных барьеров и о возможном скором повышении потолка госдолга. Назначение г-жи Йелен на пост главы ФРС и последовавшие комментарии говорят о сохранении мягкой денежно-кредитной политики в США, что традиционно благостно для сырьевых рынков. Вторым, но не менее значимым, остается вопрос перспектив роста китайской экономики. Сентябрьские PMI хотя и не оправдали ожидания, все же сумели сохранить уровни выше пороговых, а буквально вчера замглавы Народного Банка Китая сообщил о том, что рост экономики страны за 9 мес. превысит плановые 7,5% (официальная оценка будет опубликована 18/10). Последние данные безусловно смогут оказать поддержку рынкам commodities. Что касается прочих геополитических и фундаментальных факторов, то здесь следует отметить сохранение напряженности в регионе MENA и прогнозируемое хотя и небольшое снижение глобальной потребления в перспективе нескольких ближайших месяцев. Отчет ОПЕК накануне подтвердил признаки ослабления спроса на нефть со стороны азиатских стран, однако прогноз цен и объем потребления на 2013 и 2014г. практически не претерпел изменений. Краткосрочно: Brent сохраняет потенциал движения к уровню \$112/bbl с последующей коррекцией и возвращению к торговле в коридоре \$106-108. Прогнозные значения средней цены четвертого квартала - \$107-108/bbl. Долгосрочно: средняя стоимость в 2014г., как ожидается, составит \$107/bbl на фоне некоторого ухудшения баланса спроса и предложения.

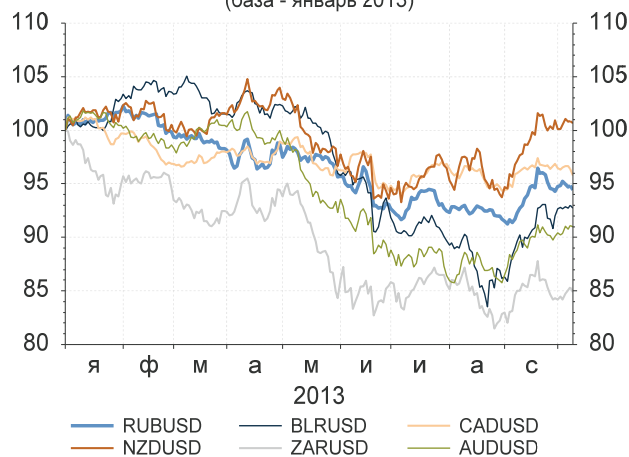
**Промышленные металлы**

Цены на промышленные металлы продолжили боковое движение в сентябре, несмотря на поступающие преимущественно позитивные макроэкономические новости из большинства стран с развитой экономикой. В целом с начала года сводный индекс цен на металлы LME снизился на 10%. Причиной понижательного давления на рынках стал относительно слабый спрос в первую очередь со стороны Китая, в действительности на долю КНР приходится около 40% мирового спроса на промышленные металлы. Помимо того, свою негативную лепту в текущее состояние рынка внесла слабая экономическая активность еврозоны. В настоящий момент рынок в достаточной степени обеспечен, а спрос сдерживается вышеописанными факторами. Т.о. мы ожидаем, что цены на основные промышленные металлы останутся на уровне близком к уровню производственных затрат.



Сентябрьская динамика рубля, как и многих других валют развивающихся и сырьевых стран, была позитивной. ФРС, вопреки ожиданиям, никак не обозначил сроки сворачивания программы, есть только размытые горизонты (полное сворачивание в начале 2014 года) и ориентиры по уровню безработицы. В итоге, рынок и аппетиты к риску продолжили пользоваться свеженапечатанной ликвидностью ФРС. Это вылилось в рост рискованных валют.

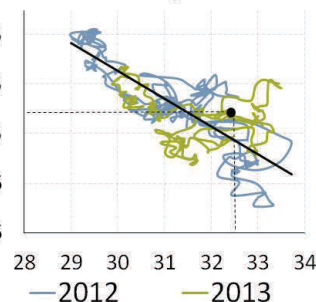
**Сравнение динамики сырьевых валют**  
(база - январь 2013)



Для рубля, наверное, самым главным достижением сентября стало приближение к условно-справедливым отметкам, про которые мы писали ранее. Согласно текущей корреляции рубля и рынка нефти при цене 110 долл. за баррель равновесные, с точки зрения потоков капитала, уровни для рубля - это отметки 31-32 рублей за доллар. Принимая во внимание премию к риску, обострение ситуации на внешних рынках и слабость экономики России, текущая отметка 32.4 рублей

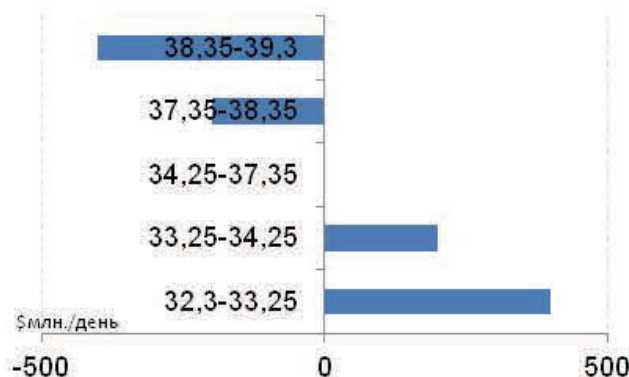
за доллар. выглядит более чем адекватно. Но уж никак не 33.5 рублей за доллар, которые мы видели в начале сентября. Тогда покупки валюты населением выросли на фоне спекуляций относительно дальнейшего обесценивания рубля, чего, как ожидалось, не произошло.

**USDRUB и нефть Brent**



ЦБ расширил коридор невмешательства по бивалютной корзине с 1 до 3.1 рублей. Механизм интервенций теперь выглядит так:

**Интервенции ЦБ**



Сейчас корзина стоит недалеко от 37.5 рублей. Ниже 37.35 ЦБ теперь не будет проводить интервенции (пока коридор не сдвинут вверх, а судя по темпам интервенций сдвиг на 5 копеек будет происходить раз в 5 торговых сессий при интервенциях 200 млн. долл. в день). Это слабо-негативный факторы для рубля на текущих отметках. Впрочем, выше 37.35 рублей за корзину схе-

ма интервенций осталась прежняя, поэтому влияние фактора будет ограниченным.

Долгосрочные прогнозы по валютам представлены в таблице.

| Горизонт  | Форвард USDRUB | Прогноз Nordea | Форвард EURRUB | Прогноз Nordea |
|-----------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 3М        | 32,768         | 33,000         | 44,431         | 43,890         |
| 30 июн 14 | 33,625         | 32,900         | 45,613         | 42,770         |
| 31 дек 14 | 34,565         | 32,600         | 46,921         | 40,750         |

**Бивалютная корзина и границы ЦБ**



### На денежном рынке

Ситуация на денежном рынке складывается интересная. В конце сентября ставки овернайт достигали максимальных отметок начиная с июня, а спрос на свопы ЦБ вырос до рекордных максимумов. Ликвидности в конце сентября не хватало. Похоже, что многие компании и банки очнулись от летнего анабиоза и взялись за работу. ЦБ был озадачен и с испугу закачал в систему ликвидность даже больше, чем того требовалось. В итоге, в начале октября однодневные ставки напротив упали до минимума с начала года.

Ключевые ставки (%)



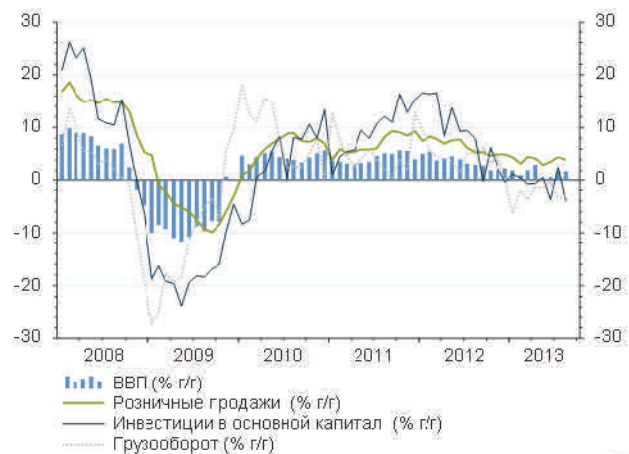
Трехмесячные ставки незначительно подросли в сентябре, но в начале нового месяца уже обновляют локальные минимумы. 3-месячные ставки Mosprime торгуются на 6.74%. Для 3-6-месячных ставок важным событием стал аукцион ЦБ под залог нерыночных активов под плавающую ставку, который был проведен в августе. Тогда из предложенных на год ЦБ 500 млрд. руб. рынок взял 300. Ближайший подобный аукцион

состоится 14 октября, когда ЦБ предложит рынку пол триллиона 3-месячных денег. Это важный фактор снижения 3-6-месячных ставок. ЦБ может добиться того, что в системе одновременно будет порядка 1-1.5 трлн. рублей «длинных» денег. Это благоприятно скажется на ликвидности и на влиянии политики ЦБ на рынок.

### ЦБ застрял на пороге снижения ставок

ЦБ продолжает упорствовать и держит ключевые ставки на неизменном уровне. На последнем заседании 14 октября ключевая ставка была оставлена на прежнем уровне. Инфляция пока в центре внимания регулятора: рост потребительских цен находится у верхней границы целевого коридора ЦБ 5%-6%. Из текста ЦБ исчезла фраза о приемлемости ставки на ближайшее время.

Давление на регулятор со стороны бизнеса сохраняется. Инвестиционная активность в стране остается главным тормозом развития и более низкие ставки—это один из самых адекватных стимулирующих факторов.



Экономика нуждается в стимулировании. Рост ВВП по итогам августа составил 1.6%. Потребительская активность пока поддерживает рост экономики, розничные продажи растут темпами выше 4% в годовом выражении. Но, судя по опережающим индикаторам, в долгосрочном плане потребительская активность может также замедлиться.

Мы считаем, что ЦБ придется начать цикл смягчения денежно-кредитной политики, и это вопрос времени. Скорее всего, ЦБ ждет, когда 3-месячные ставки опустятся к 6.5% благодаря новым аукционам по предоставлению ликвидности под плавающую ставку. К тому времени в систему будет закачено достаточно рублей под плавающую ставку, привязанную к ключевой ставке ЦБ, и с этой точки зрения снижение ставки ЦБ окажет более существенное влияние на рынок.

В итоге 3 –месячные ставки, вероятно, продолжают находиться в долгосрочном снижающемся тренде. 3-месячный Mosprime в перспективе 1-2 кварталов может уйти ниже 6.5%, а в годовой перспективе опуститься к 6%.

| Горизонт | Прогноз Mosprime3m | Прогноз Mosprime6m |
|----------|--------------------|--------------------|
| 3М       | 6,63%              | 6,88%              |
| 6М       | 6,55%              | 6,80%              |

**Снижение рублёвых ставок — новая возможность для хеджирования.**

Ожидания инвесторов скорого понижения ставок рефинансирования ЦБ РФ не оправдались. Медленно снижающаяся инфляция и решение правительства о размораживании коммунальных тарифов для населения на 2014 год, отодвигают наступление целевых для ЦБ уровней инфляции. Как следствие, после значительной коррекции в середине года, в сентябре - начале октября трехмесячный Моспрайм стабилизировался на уровне 6,70%-6,80%.

Аналитики Нордеа считают, что в преддверии снижения ставки рефинансирования, до конца года возможно снижение трехмесячных рублевых ставок до 6,6%. В последний раз аналогичные уровни были отмечены три года назад.

**Исторический график 3m Mosprime и ставок 3-летних свопов. Октябрь 2011 г.— Октябрь 2013 г.**



Источник: e-Markets

В такой ситуации, компаниям, имеющим или планирующим заимствования в рублях, важно определиться: использовать ли коррекцию как возможность зафиксировать комфортные уровни ставок или же ждать дальнейшего снижения, оставив открытым процентный риск.

В следствии плоской кривой рублевых ставок, индикативная стоимость фиксации рублей (ежеквартальные процентные платежи, погашение в конце срока) на срок от 1 года до 5 лет отличается незначительно: от 6,60% до 6,85% соответственно, что примерно соответствует уровню краткосрочных ставок.

Можно ожидать, что разница между длинными и короткими рублёвыми ставками увеличится, что часто совпадает с ростом базового индикатора Моспрайм. Это может произойти как за счёт снижения краткосрочных ставок (представляется менее вероятным), так и за счёт повышения долгосрочных ставок (представляется более вероятным).

**Индикативный уровень фиксированных рублевых ставок (процентные свопы), ежеквартальные процентные платежи**

| 1 год | 2 года | 3 года | 5 лет |
|-------|--------|--------|-------|
| 6,60% | 6,60%  | 6,70%  | 6,85% |

Стоит отметить, что в стоимость хеджирования на текущих уровнях ожидания снижения ставок уже в основном включены. Изменения ожиданий рынка в сторону повышения или понижения краткосрочных ставок соответственно может повлиять и на уровень долгосрочных ставок (цены свопов).

Если текущий уровень фиксированных процентных ставок позволяет компаниям сохранить комфортный уровень доходности от основной деятельности, то имеет смысл воспользоваться сложившейся ситуацией для хеджирования плавающих процентных ставок по долгосрочным кредитным договорам в рублях и не спекулировать на дальнейших движениях рынка.

Главное    Макро    Валюта    Ставки    Производные    **Календарь**

|        |                                                                                                                                                                                                   |
|--------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 14 окт | Цены производителей Китая<br>Потребительские цены Китая<br>Промышленное производство ЕС                                                                                                           |
| 15 окт | Цены производителей Великобритании<br>Потребительские цены Великобритании<br>Индекс настроений в деловых кругах Германии ZEW<br>Индекс настроений в деловых кругах ЕС ZEW                         |
| 16 окт | Уровень безработицы Великобритании<br>Потребительские цены Еврозоны<br>Бежевая книга (США)                                                                                                        |
| 17 окт | Розничные продажи Великобритании<br>Число первичных обращений за пособием по безработице США                                                                                                      |
| 18 окт | ВВП Китая<br>Промышленное производство Китая<br>Розничные продажи Китая                                                                                                                           |
| 21 окт | Цены производителей Германии<br>Вторичный рынок жилья США                                                                                                                                         |
| 22 окт | Доклад о мировой валютной политике, подготовленный Казначейством США                                                                                                                              |
| 23 окт | Индекс потребительского доверия в Еврозоне                                                                                                                                                        |
| 24 окт | Индекс PMI Китая (HSBC)<br>PMI Германии<br>PMI ЕС<br>Число первичных обращений за пособием по безработице США<br>Продажи новых домов США                                                          |
| 25 окт | Саммит министров финансов стран G-7<br>Розничные продажи Японии<br>Промышленное производство Японии<br>Розничные продажи Германии<br>ВВП Британии<br>Заказы на товары длительного пользования США |
| 28 окт | Розничные продажи Германии<br>Промышленное производство Японии<br>Розничные продажи Японии                                                                                                        |
| 29 окт |                                                                                                                                                                                                   |
| 30 окт | Потребительские цены Германии<br>Прогноз занятости ADP в США                                                                                                                                      |
| 31 окт | Уровень безработицы ЕС<br>Личные доходы и расходы США<br>Индекс Chicago PMI США<br>Число первичных обращений за пособием по безработице США                                                       |
| 1 ноя  | Уровень безработицы США<br>Индекс ISM США<br>Расходы на строительство США                                                                                                                         |
| 4 ноя  | Промышленные заказы США                                                                                                                                                                           |
| 5 ноя  | Цены производителей ЕС<br>Торговый баланс США<br>PMI сервисный сектор США                                                                                                                         |

## 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)

Новоселов Дмитрий (доб. тел. 4286)  
[dmitry.novoselov@nordea.ru](mailto:dmitry.novoselov@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)

Аналитическое управление  
Департамент продаж на финансовых рынках  
[research@nordea.ru](mailto: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».