

Главное: Год стартовал так, что непонятно куда расти дальше

Старт года удался. Фондовые площадки растут, рискованные активы продолжают пользоваться популярностью. Программы монетарного стимулирования разогревают аппетиты к риску, и некоторые участники торгов закономерно ждут, что стартовавший год станет годом глобального перетока капитала с рынка фиксированной доходности в более доходные инструменты. А доход предполагает риск.

Впрочем, есть другой риск, заключающийся в том, что рынок может слишком забежать вперед со своим оптимизмом. В Европе рост только зарождается, в США фискальный вопрос не решен, а отложен. Все это происходит на фоне валютных войн, которые только до поры до времени будут являться игрушкой спекулянтов.

Но в любом случае, в среднесрочном плане еще есть пространство для роста и время для маневра, который может помочь рынку найти фундаментальный базис для роста.

Основные индикаторы

Форвардные котировки	1 мес	3 мес	6 мес
USD/RUB	30,1865	30,449	30,88
EUR/RUB	40,7017	41,1046	41,6917
Денежный рынок	Знач.	Max 12m	Min 12m
MosPrime 1M (%)	6,45	6,91	5,67
MIBOR 1m (%)	7,1	7,55	6,65
RUONIA 1d (%)	6,17	6,66	4,03
Implied NDF yield 6m%	6,03	7,14	5,1
Долговой рынок	Знач.	Max 12m	Min 12m
Russia CDS 5yr	134,52	343	119
Eurobond Russia 30Y	2,884	4,499	2,527
EMBI +	87,23		
Фондовые индексы	Знач.	Max 12m	Min 12m
RTSI	1623,87	1754,81	1227,65
Micex	1549,75	1631,15	1256,55
S&P 500	1507,84	1492,56	1273,00
DJIA	13954,42	13712,21	12101,46
Brent	114,38	129,43	89,00

Содержание

Макрорынки

- Европа: оптимизм в душе, а что в головах?
- США: решение ключевых вопросов еще впереди
- Нефть: рост вопреки
- Металлы: спрос восстанавливается, надежды на Китай

Валюта

- Рубль на максимумах против доллара
- Евро имеет потенциал для коррекции

Ставки и денежный рынок РФ

- ЦБ между молотом и наковальней
- Рост ставок под вопросом

Финансовые инструменты

- Сильный рубль - время страховать риски

Главные рынки

Оптимизм сохраняется. Рыночные настроения с начала года остаются позитивными. Макроэкономические показатели хоть и неуверенно, но все же демонстрируют улучшение, проблема «бюджетного обрыва» и достижения потолка госдолга США на время решены, крупнейшие центральные банки продолжают держать включенным печатный станок в режиме «24 часа/7 дней в неделю». Инвесторы, в свою очередь, становятся все более оптимистичными, и хоть и не очень уверенно, но возвращаются на рынок, все чаще вспоминая об активах с большим риском. Безусловно, опасения ухудшения ситуации в мировой экономике сократились, и определенный рост аппетита к риску вполне оправдан. Однако темпы улучшения настроений и ожиданий несколько превосходят темпы фундаментальных факторов. Мы полагаем, что коррекция на рынках может пройти «широким фронтом» уже весной.

Денежно-кредитная политика. ФРС США с большой вероятностью до конца 2013 г. начнет активно сворачивать действие программы QE-3, все более неочевидным становятся заявления регулятора о готовности сохранять ставки около нуля на протяжении еще минимум 2,5 лет. Мы полагаем, что после разрешений бюджетных вопросов экономика США в состоянии продемонстрировать больший, чем ожидается, рост по итогам 2013 г., что, в конечном счете, позволит перейти к действиям по сокращению чрезмерно раздутого баланса ФРС. Позитивные изменения на рынке труда США позволят начать повышать ставки уже до середины 2014 г. Что касается действий ЕЦБ, то здесь ситуация осложнена более слабым экономическим ростом. Центробанк Европы продолжает «держаться широко открытой» для возможного дополнительного стимулирования экономики, но по-прежнему не спешит к дальнейшему снижению ставок. Полагаем, что экономика еврозоны будет восстанавливаться в течение года, что смягчит потребность в большем стимулировании. Первое повышение ставок со стороны ЕЦБ следует ожидать не ранее конца 2014 г.

FX. Исходя из относительно оптимистичных макроэкономических данных последнего времени и, как следствие, позитивного внешнего фона, традиционные валюты-убежища, такие как CHF, JPY, USD, демонстрируют ощутимое сниже-

ние против других валют. Ключевой вопрос - несут ли эти события фундаментальный характер или же это краткосрочная ситуация. Как уже было отмечено, рыночные ожидания опережают действительность. Исходя из этого, мы полагаем, что EUR в ближайшей перспективе имеет шанс еще укрепиться с последующей коррекцией во второй половине года. Наш прогноз на ближайшие три месяца по паре EUR/USD – 1.37, на 30/06 - 1.35, на 31/12 - 1.25. Валюты развивающихся рынков продолжают следить и следовать за тенденциями, складывающимися в ключевых валютных парах.

Нефть. Цены на нефть остаются на высоком уровне, привлекая все больший спекулятивный спрос, благодаря лучшим, чем ожидалось, настроениям на рынках, ожиданиям по состоянию мировой экономики во главе с КНР и США, возрастающему спросу на поставки со стороны НПЗ. Одновременно сохраняются геополитические риски на Ближнем Востоке и перебои в поставках из Нигерии, Судана, Венесуэлы и Йемена. Вместе с тем, ситуация, скорее, носит краткосрочный характер. Глобальный спрос остается в рамках ожиданий, демонстрируя умеренный рост. При этом росту уровня запасов стоит уделять более пристальное внимание. Так, ОПЕК вполне может в ближайшей перспективе еще раз сократить объемы добычи для регулировки баланса спроса и предложения (в течение первого полугодия). Кроме того, не стоит забывать о нерешенных, хоть и отложенных, бюджетных вопросах в США.



Краткосрочно: улучшение ситуации в Европе и сформировавшийся отложенный спрос, восстановление американской и китайской экономик – события, которые продолжают поддерживать уровень цен в ближайшей перспективе. Фундаментально же баланс спроса/предложения в 1 и 2 кварталах текущего года выглядит слабее, чем в 3 и 4 квартале 2012 г., что будет сдерживать цены от дальнейшего роста.

Текущий прогноз Brent на конец 1 кв. 2013 г. сохраняется на уровне \$106, вместе с тем, в ближайшее время прогнозная оценка может быть пересмотрена в сторону повышения.

Долгосрочно: в 2014 г. рост предложения на рынке будет ограничен по причине низких инвестиций 2008-09 гг., что приведет к более низкому уровню запасов. Мировой спрос на нефть в 2013-14 гг., как ожидается, будет расти большими темпами, чем в предыдущие два года на фоне восстановления экономического роста. Прогнозная средняя стоимость Brent в 2013г. - \$110, в 2014г. - \$112.

Промышленные металлы. Стоимость металлов продемонстрировала существенный подъем в конце прошедшего года на фоне улучшения основных экономических показателей США и КНР. Мы ожидаем, что глобальный спрос со стороны Китая продолжит выступать основной движущей силой, при этом сохраняются риски, связанные с ограниченным потенциалом производственных мощностей.

Алюминий: Цены резко восстановились на улучшении ожиданий спроса и закрытии коротких позиций. Дальнейший рост будет сдерживаться из-за высоких складских запасов, сокращения производственных мощностей, росту предложения со стороны Китая. Прогноз на 2013 г.: \$2 238.

Медь: настроение на рынке улучшилось, однако переизбыток предложения ожидается уже с середины 2013 г., рост поставок продолжится, что лишь повысит профицит предложения. Прогноз на 2013г. - \$8 150.

Никель: рынок остается в профиците, но цены, как ожидается, увеличатся с текущих уровней, на фоне роста долгосрочных производственных затрат. Прогноз на 2013 г. - \$18 625.

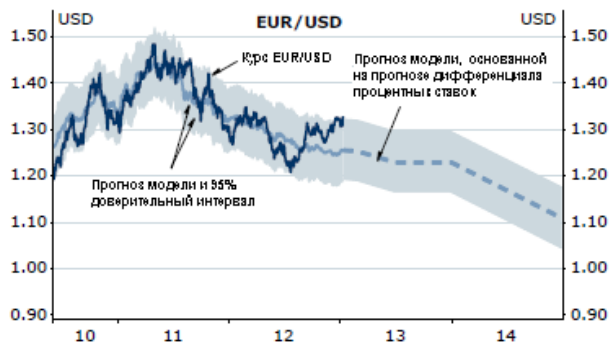
Цинк: цены на привлекательных уровнях, продолжают рост на фоне улучшения спроса и сужения предложения. Прогноз на 2013 г... - \$2 113.

Евро/доллар

Наступил момент раскола, когда две противоположные точки зрения сошлись в остром противоречии. Первая связана с возобновлением снижения евро. Мы продолжает придерживаться именно этой точки зрения, если говорить о базовом сценарии.

Точка зрения №1, базовый сценарий.

В последнее время евро поднялось выше 1.3 против американской валюты и даже почти дотянулось до 1.4, но экономике Европы нужно еще очень много сделать, чтобы единая валюта имела прочный базис для роста. В долгосрочном плане доллар будет среди фаворитов, а экономика США, вероятно, покажет темпы роста, значительно более высокие, чем экономика Европы. Тем более, что двигатель Европы в лице Германии в 4 квартале показал рецессионные признаки. В итоге ЦБ по обе стороны океана придется «плясать» от стимуляционных мер и модель, основанная на прогнозе процентного дифференциала, говорит о вероятном снижении единой европейской валюты.



Точка зрения №2, альтернативная

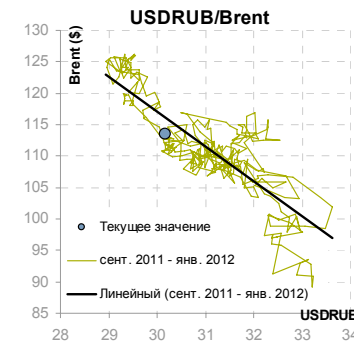
Что происходит с парой евро/доллар сейчас? Она растет. Причин этому несколько. Во-первых, аппетиты к риску сегодня на стороне единой европейской валюты.

Во-вторых, во главе угла - монетарные политики ФРС и ЕЦБ, а они в корне отличаются. ФРС продолжает печатать доллары темпом ~80 млрд. долл. в месяц, тогда как ЕЦБ даже не прибегнул к своей программе OMT (выкуп долгов проблемных стран). Кроме того, некоторые европейские банки готовы вернуть ликвидность, предоставленную им в рамках программы LTRO 3-летнего рефинансирования ЕЦБ. Резюме такое: баланс ФРС раздувается, денежная масса в США растет, а в Европе идет обратный процесс. И не важно рынку, что США растут в терминах ВВП, а Европа в лучшем случае - в стагнации. Главное - денежная эмиссия. В итоге мы наблюдаем рост евро. Продолжиться он может до тех пор, пока рынок не убедят в том, что Европе рано или поздно для обеспечения дальнейшего роста придется снова вливать ликвидность на рынок, либо должно прийти осознание того, что ФРС выйдет из режима ультрамягкой монетарной политики намного раньше, чем на это рассчитывают участники инвестобщества. И, кстати, мы считаем, что это реальный сценарий, который является частью нашего «базового».



Рубль

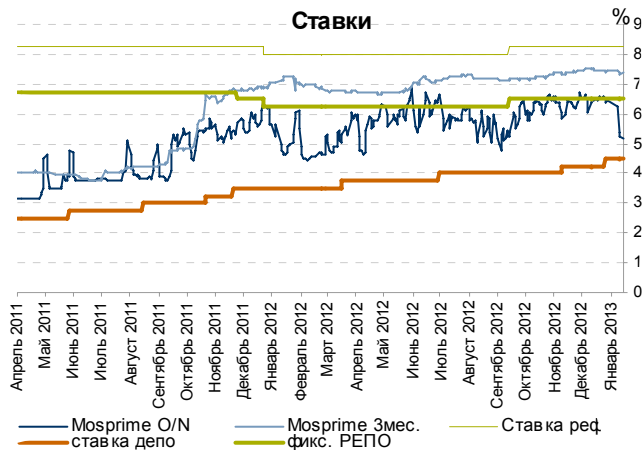
Высокие цены на нефть и действия экспортеров помогли рублю достигнуть максимумов против доллара с мая прошлого года ниже 30 руб. Корзина выходила в моменте из коридора ЦБ и регулятор даже начинал покупки валюты (60 и 90 млн. долл. в день в течение двух сессий). Впрочем, это незначительная сумма для рынка, то есть больше психологический фактор. К слову, ЦБ РФ продолжает снижать влияние на валютном рынке, и мы ждем в первом квартале еще одной итерации расширения коридора на рубль до 31.15-39.15 руб. С начала года рубль захватил лидерство среди валют сырьевых стран, таких как Бразилия, ЮАР, Австралия, Новая Зеландия, Канада.



Хочется отдельно сказать о рисках. Наш прогноз средних цен на нефть на 2013 год - 106-112 долл. за баррель Brent. Это соответствует долгосрочному диапазону 29-32 руб. за доллар. Это значит, что доллар существенно приблизился к своей фундаментальной цели. Безусловно, спекулятивно американская валюта может снизиться до отметки 29.5 и даже ниже, но покупать на среднесрочную перспективу рубль против доллара отсюда уже опасно. Но если говорить о евро, то долгосрочный потенциал здесь есть за счет вероятного сни-

Горизонт	Форвард USD RUB	Прогноз Nordea EUR RUB	Форвард EUR RUB	Прогноз Nordea EUR USD	Форвард EUR USD	Прогноз Nordea
3M	30,427	31,000	41,189	42,470	1,356	1,370
6M	30,851	30,500	41,777	41,175	1,356	1,350
1Y	31,675	29,500	42,920	36,875	1,357	1,250

ЦБ продолжает держать денежный рынок в своих руках, но риторика представителей регулятора в последнее время оставила больше вопросов, чем ответов. Но все же пока мы придерживаемся того, что ЦБ выдержит достаточно продолжительную паузу перед тем, как менять ставки.



Ситуация на денежном рынке

Ставки овернайт держались у верхней границы коридора вблизи фиксированной ставки РЕПО 6.5% до конца декабря 2012 года, но в последние дни года на рынок пришли бюджетные деньги, которые до сих пор удерживают ставки ниже 5.5% - аукционной ставки РЕПО ЦБ. Впрочем, скорее всего, ставки вернутся обратно выше 6% во второй половине 1Q. Причин этому несколько. Во-первых, традиционно бюджетные деньги ух-

дят в январе так же, как и пришли, январский бюджет, как правило, верстается с дефицитом. Во-вторых, ускорение инфляции в январе заставило ЦБ изменить свою риторику с мягкой (еще в декабре рынок рассматривал вероятность снижения ставки в 1Н) на более неоднозначную.

«Тот объем информации, который мы будем иметь в близкое время, не позволит нам изменять тот уровень ставок, который есть сейчас», — А. Улюкаев (Давос).

И тут же...

«Мы допускаем возможность изменения ставок в ближайшее время и в ту сторону, и в другую сторону» - А. Улюкаев (Давос). Ситуация в глобальной макроэкономике остается «вязкой», ее развитие может пойти по разным траекториям. ЦБ должен быть к этому готов.

А складывается действительно «вязкая» ситуация.

Инфляция (% год к году)



Инфляция в январе показала ускорение и ожидается на отметках ~0.8% (~7% в годовом выражении, см. график). С другой стороны, рост экономики замедляется. Потребительский сектор остается двигателем ВВП, инвестиционная составляющая роста напротив тормозит развитие. Если учесть, что рост потребкредитования может замедлиться (ЦБ начинает бороться с необеспеченным кредитованием), то замедление темпов расходов домохозяйств может ударить по всей экономике. Но это пока скорее пессимистичный сценарий. Пока подушка в виде высоких цен на нефть продолжит помогать экономике.

В итоге ЦБ не может снизить ставки для стимулирования экономики из-за инфляции, при этом повышение ставок в текущих условиях было бы контрпродуктивно.

Сложилось ощущение, что ЦБ придется ждать свежей статистики по инфляции и росту экономики, чтобы принимать решение. Если не учитывать ориентацию регулятора на таргетирование инфляции, пока инфляционные риски уравновешивают риски замедления роста экономики.

Сильный рубль - время страховать риски.

Вторая половина 2012 - начало 2013-го года ознаменовались значительным укреплением рубля к доллару США. Этому способствовала благоприятная ситуация на нефтяном рынке и неожиданное повышение ставки рефинансирования ЦБ России. Пробив уровень в 33,50 в июне 2012, уже к началу января этого года рубль вплотную приблизился к отметке 30,00.

Технические индикаторы указывают на сложившийся долгосрочный тренд с сильными уровнями сопротивления на отметке 30,20 USDRUB, а также на циклический характер укреплений рубля.

По аналогии с предыдущими периодами роста курса рубля к доллару, можно ожидать повторение сценария случившегося летом 2011 и весной 2012, когда рубль дойдя до уровня сопротивления, в течении нескольких месяцев безуспешно пытался его пробить. Затем следовало резкое ослабление курса рубля. Если события будут развиваться похожим образом, то вероятность роста курса доллара к рублю в ближайшее время представляется весьма существенной.

Динамика курса USD/RUB за 2010-2013 гг.



Начало года для предприятий традиционно является временем закладывания финансовых бюджетов на текущий год. Сложившаяся ситуация с укрепившимся рублем благоприятна для фиксации курса для предприятий имеющих валютную составляющую в расходах (платежи, контракты, обязательства). С целью более точного планирования финансовых потоков и управления валютными рисками сейчас самое время оценить возможность фиксации курса рубля под планируемые в будущем покупки иностранной валюты (в частности, долларов США).

Наиболее популярным финансовым инструментом для страхования валютного риска в данной ситуации является валютный форвард.

Валютный форвардный контракт – сделка купли или продажи валюты с расчетами в заранее оговоренную дату по курсу, зафиксированному в день заключения сделки. Сделки с форвардными контрактами не являются стандартизированными и условия могут быть подобраны под индивидуальные условия конкретной сделки (сроки, объемы и т.д.).

Ниже, в таблице приведены индикативные значения USDRUB форвардов на сроки от 1 недели до 1 года.

Индикативные цены форвардов USDRUB*

USD/RUB Спот 30,22	1 нед.	2 нед.	1 мес.	3 мес.	6 мес.	9 мес.	1 год
Форвард	30,25	30,28	30,37	30,64	31,07	31,50	31,92

* на 23.01.2013

Альтернативой форвардному контракту является опцион, который, в отличие от форварда, предоставляет его держателю право, а не обязательство приобретать или продавать валюту по заранее согласованному курсу в течении определенного периода времени. В замен на это, покупатель опциона должен заплатить продавцу премию.

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

1 фев 13	Индекс PMI Еврозоны Индекс PMI Британии Уровень безработицы ЕС Уровень безработицы США Индекс PMI США				
4 фев 13	Цены производителей ЕС				
5 фев 13	Индекс PMI Еврозоны (сервис)				
6 фев 13	Промышленные заказы Германии Запасы нефти США				
7 фев 13	Промышленное производство Британии Промышленное производство Германии Число первичных обращений за пособием по безработице США Производительность труда в США				
8 фев 13	Внешняя торговля Германии Внешняя торговля США				
12 фев 13	Потребительские цены Британии Цены производителей Британии				
13 фев 13	Промышленное производство ЕС Потребительские цены США ВВП Японии				
14 фев 13	ВВП Германии Число первичных обращений за пособием по безработице США Промышленное производство Японии				
15 фев 13	Промышленное производство США				
18 фев 13	Индекс PMI Китая				
19 фев 13	Индекс PMI Германии (сервис)				
20 фев 13	Цены производителей Германии Потребительские цены Германии Цены производителей США Закладки новых домов и разрешения на строит-во США Протокол ФРС США				
21 фев 13	Потребительские цены США Потребительская уверенность ЕС Вторичный рынок жилья США				
22 фев 13	ВВП Германии Потребительские цены ЕС				
25 фев 13	Встреча G20				
26 фев 13	Встреча G20 Продажи новых домов США				
27 фев 13	Розничная торговля Германии ВВП Британии Заказы на товары длительного пользования США				
28 фев 13	Уровень безработицы Германии ВВП США Индекс Chicago PMI США Уровень безработицы Японии Индекс PMI Китая				

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

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».