

### Главное: Рынок просыпается после летней дремы

Развитые экономики продолжают приятно удивлять даже авторов оптимистичных прогнозов. В США экономика ускоряется с начала года, рынок труда восстанавливается, потребительская и инвестиционная активность поддерживают рост. В Европе, несмотря на более скромные показатели, видны признаки выхода из рецессии. Подходы ФРС и ЕЦБ несколько разнятся и именно на этом дифференциале рынок будет строить свои стратегии.

Реальное разочарование последнего времени - развивающиеся экономики. Россия - не исключение. Рост ВВП РФ не дотягивает и до 2%. Рубль отметился на 4-летних минимумах. Но бить тревогу рано. Российский рынок хоть и растерял часть поклонников, но сохраняет потенциал по отдельным инструментам.

### Основные индикаторы

Форвардные котировки	1 мес	3 мес	6 мес
USD/RUB	32.973	33.385	33.85
EUR/RUB	44.2475	44.705	45.335
Денежный рынок	Знач.	Max 12m	Min 12m
MosPrime 1M (%)	6.49	6.91	6.22
MIBOR 1m (%)	6.87	7.55	6.87
RUONIA 1d (%)	6.01	6.66	4.46
Implied NDF yield 6m%	6.08	6.69	5.89
Долговой рынок	Знач.	Max 12m	Min 12m
Russia CDS 5yr	176.49	343	119
Eurobond Russia 30Y	4.026	4.684	2.516
EMBI +	142.61		
Фондовые индексы	Знач.	Max 12m	Min 12m
RTSI	1303.28	1635.50	1233.04
Micex	1362.38	1562.93	1281.89
S&P 500	1697.48	1697.48	1351.30
DJIA	15498.32	15567.74	12542.38
Brent	107.08	129.43	89.00

### Содержание

#### Макрорынки

- Развитые экономики приятно удивляют
- EM - в аутсайдерах
- Рынок недооценивает вероятность сворачивания QE3
- Нефть : «в Багдаде все спокойно»

#### Валюта

- Евро удивляет
- Доллар в долгосрочных фаворитах
- ЦБ вступает за рубль

#### Ставки и денежный рынок РФ

- ЦБ вплотную подошел к смягчению политики
- «Длинных» денег станет больше

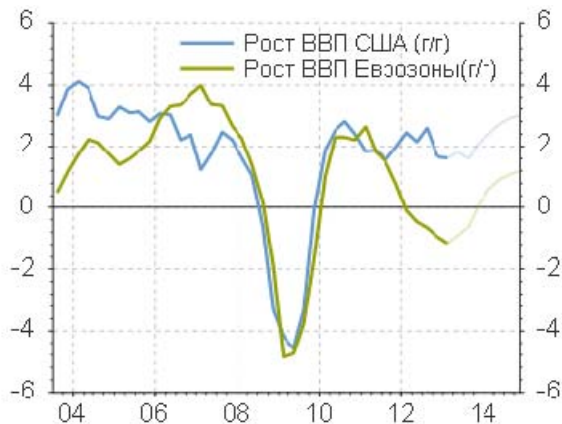
#### Финансовые инструменты

- Хеджирование валютных рисков

## Развитие экономики

Постепенно участники рынка выходят из летнего анабиоза. Самое время подвести итоги.

Несмотря на то, что мы были достаточно оптимистичны относительно экономики США и Европы, развитие событий оказалось еще более позитивным. В США экономика растет внушающими темпами, если учитывать сокращение налоговых послаблений и страшилки в лице секвестра. Бизнес охотно инвестирует, потребители делают то, что умеют лучше всего—потребляют. На наш взгляд ФРС близок к началу сворачивания программы количественного смягчения, о котором могут объявить уже в сентябре. Ставки все лето торговались в достаточно широком, но все же боковике. Сейчас в перспективе нескольких месяцев возрастают риски начала планомерного и долгосрочного роста, на фоне сворачивания программы QE. Рост не будет резким, он позволит компаниям адаптироваться, но наступает время думать что делать с процентным риском дальше.



В Европе ситуация так же оказалась лучше наших прогнозов. Совокупный индекс PMI впервые с января 2012 года вышел на территорию роста выше 50, ЕЦБ делает все что от него зависит, чтобы поддержать уверенность рынка в завтрашнем дне. Но хоть ЕЦБ и старается убедить рынок, что ожидания повышения ставок на 2014 год неоправданно, ставки денежного рынка растут.

Единственным разочарованием последнего времени стали развивающиеся площадки. Все преимущества гипермягкой монетарной политики поддержали развитие площадки, но ЕМ остался в стороне. Бразилия, Китай, Россия, Индия не дотянули до прогнозных отметок роста. С одной стороны у каждой из этих экономик есть свои внутренние проблемы, с другой стороны капитал пока хорошо себя чувствует на развитых рынках и не спешит менять прописку.

### Китай:

Экономический рост Китая продолжает разочаровывать. Последние данные показали замедление роста ВВП КНР в девяти из последних 10 кварталов. Так по итогам второго квартала ВВП Поднебесной замедлился до 7.5% в годовом выражении. Компоненты показателя свидетельствуют, что инвестиции пока остаются крупнейшим двигателем роста, однако потребление постепенно приобретает все большее значение. В частности показатели промышленного производства за июль лишь немногим меньше аналогичного периода предшествующего года, а объем розничных продаж, напротив, демонстрирует больший рост, чем прогнозировалось и превосходит статистику 2012 года.

Основной причиной спада стали сочетание циклических и структурных причин. Так снижение внешнего спроса оказало понижательное давление на производственную и инвестиционную активность. Одновременно с этим Китай продолжает испытывать профицит производственных мощностей и определенные дисбалансы в финансовой системе. Однако правительство не спешит предлагать новые фискальные стимулы экономике, отдавая приоритет структурным реформам. Мы полагаем, что к концу года ситуация в экономике КНР стабилизируется на фоне улучшений в США и еврозоне, что позволит достичь плановых 7.5% роста ВВП. В связи с этим прогнозный спрос на сырьевую группу активов скорее не претерпит существенных изменений.

### Нефть

С начала третьего квартала нефтяные контракты продемонстрировали уверенный рост на фоне позитивных изменений в экономике США и ожиданий связанных с этим, а также эскалации нестабильности в регионе MENA. Кроме того, последние комментарии главы ФРС США подогрели интерес с рисковым активам. Как результат с начала июля контракты при-

бавили порядка 6-9%, WTI при этом обновила годовые максимумы. Однако запас хода оказался небольшим и как только участники рынка получили возможность зафиксировать прибыль, это было сделано, коррекция достигла 2-3%. Триггером стала очередная серия заявлений представителей ФРС о скором сворачивании программы стимулирования. Наряду с этим вторая по величине экономика (КНР) вновь продемонстрировала признаки замедления. Действительно ФРС давно и четко дает понять рынкам, что сужение программы стимулирования не за горами, но оно будет носить поэтапный, мягкий характер, а это означает, что поводов для резкого снижения цен нет, тем более, что на определенном ценовом уровне в дело вступают фундаментальные факторы. К слову о фундаментальных факторах - прогнозы мирового спроса от МЭА и ОПЕК на 2013-2014гг. вновь не претерпели существенных изменений, рост мирового спроса на нефть в текущем году оценивается на уровне 1% г/г (91 mn/bbl). Что же касается спроса на нефть со стороны Китая, что здесь на фоне проводимых структурных реформ следует ожидать стабилизации спроса около текущих уровней. Основными драйверами роста мирового спроса остаются страны не входящие в ОСЭР. Сезонно потребление в 3-4 кв. превышает показатели первого полугодия, кроме того, в 3-м квартале на рынок продолжат оказывать влияние следующие сезонные факторы: 1) все еще высокий спрос со стороны отпускников (хотя пик уже пройден); 2) плановые перерывы в работе платформ Северного моря; 3) традиционный сезон ураганов. Не стоит забывать о том, что остаются не разрешенными вопросы в Египте, Нигерии, Ливии, Иране, что вполне может «добавить огоньку» рынкам. Краткосрочно: нефть марки Brent по-прежнему сохраняет потенциал движения к уровню \$112/bbl с последующей коррекцией к уровням \$107-109. Прогнозные значения средней цены третьего квартала - \$108/bbl. Долгосрочно: средняя стоимость в 2014г., как ожидается, составит \$111/bbl на фоне небольшого ухудшения баланса спроса и предложения

Рубль торгуется на 4-летних минимумах против корзины. Причины кроются не в бегстве капитала именно из рубля. Все намного прозаичнее. Евро против доллара неожиданно обновил максимумы, что привело к росту бивалютной корзины. ЦБ повысил интервенции, и с текущих отметок рубль имеет уже существенную поддержку.

График сравнения динамики основных сырьевых валют не выглядит устрашающе для рубля. Динамика ничем не выбивается из общей картины. Капитал пока скептически относится к рынку сырья и развивающимся площадкам, тем более в свете сокращения программы QE3 в США. По этой причине мы наблюдаем нисходящий тренд даже по сырьевым валютам развитых стран. Безусловно у каждой валюты есть еще и внутренние драйверы. Для рубля они не самые радужные.

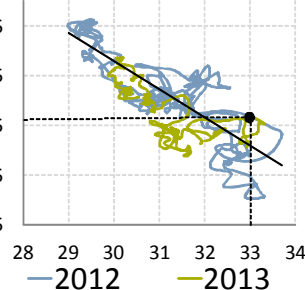
Сравнение динамики сырьевых валют (база - январь 2013)



Внутренних факторов снижения рубля несколько. Во-первых, слабые макроэкономические данные, указывающие на долгосрочные проблемы российской экономики, не позволяют многим инвесторам делать ставку на рубль в долгосрочном плане. Отток капитала про-

должается, хотя к его темпам рубль в целом практически адаптировался. Слабость экономики приводит к ожиданию смягчения монетарной политики. На программу выкупа активов как в США безусловно никто из ЦБ не пойдет, но снижение ставки, расширение линейки инструментов по предоставлению ликвидности рынку – вполне реально увидеть в ближайшее время. Это еще один фактор, играющий против рубля. Но не стоит переоценивать драматичность событий на локальном валютном рынке.

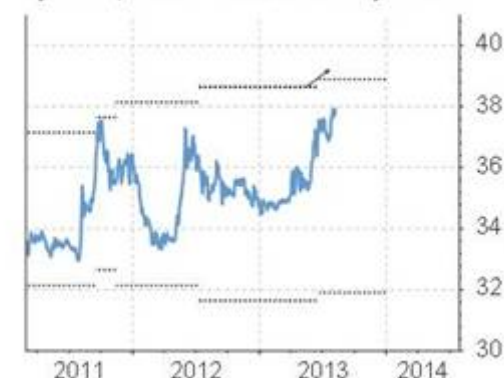
USDRUB vs. Brent



Да, евро достигло многолетних максимумов, но доллар стоит не так далеко от своих адекватных отметок. Евро/рубль растет в первую очередь на фоне феноменальной динамики евро против корзины основных валют на Forex. В последние месяцы статистика в Европе показала способность Еврозоны уверенно выйти из рецессии до конца года. В итоге против доллара единая европейская валюта торгуется выше, чем мы ожидали, что привело пару евро/рубль к новым годовым максимумам выше 44.

**Мы скептически смотрим на текущее укрепление евро** и ожидаем коррекции по следующим причинам. Слабость статистики Еврозоны в сравнении с данными США может проявиться уже по осени, а ожидаемое нами сокращение программы количественного смягчения в Штатах, о котором могут объявить уже в сентябре, может неприятно удивить инвесторов в евро. Пока рынок недооценивает вероятность данного сценария. На этом фоне рубль против евро мы видим ниже, евро может опуститься даже ниже 43 в ближайшие месяцы.

Границы бивалютной корзины



На фоне высокого евро бивалютная корзина торгуется в зоне повышенных интервенций ЦБ выше 37.9 руб. Регулятор увеличил продажи валюты до 400 млн. долл. в день. Это заметная сумма для рынка и именно по этой причине мы пока не видим взлета корзины выше 38 рублей. Вероятно в ближайшие недели ЦБ продолжит интервенции прежними темпами, а до конца августа коридор корзины будет сдвинут еще на 10-15 копеек вверх.

Резюме: евро по инерции на краткосрочном горизонте может продолжить торговаться в прежнем ключе в рамках восходящего тренда, тестируя отметку 44 рубля на прочность, доллар в ближайшей перспективе может остаться недалеко от 33 рублей. В среднесрочном плане доллар может остаться стабильным в диапазоне 32.5-33.5, от евро ждем коррекции до 42.5-43 руб. Долгосрочные прогнозы представлены в таблице.

Горизонт	Форвард USDRUB	Прогноз Nordea	Форвард EURRUB	Прогноз Nordea
3М	33.357	32.500	44.633	42.088
31 дек 13	33.603	32.400	44.978	40.500
30 июн 14	34.517	32.000	46.234	38.400

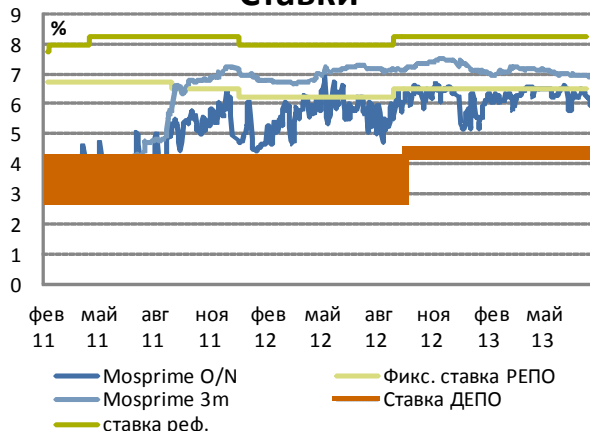
Февраль 09.08.2013

ЦБ провел первый аукцион под залог нерыночных активов с плавающей ставкой и сохранил ключевые ставки неизменными. Но рынок уже готов к снижению ставок в сентябре. Откладывать больше некуда.

**На денежном рынке**

Напряженность на денежном рынке немного спала. Цикличность прежняя, ставки овернайт в конце месяца держатся недалеко от верхней границы процентного коридора ЦБ - у фиксированной ставки РЕПО 6.5%. Впрочем, в конце июля ликвидности было достаточно. ЦБ провел аукцион под залог нерыночных активов под плавающую ставку. Из предложенных 500 млрд. руб. рынок взял 300 млрд. Деньги - годовые. Мы ожидаем проведение подобных аукционов раз в квартал. В итоге ЦБ может добиться того, что в системе единовременно будет порядка 1-1.5 трлн. рублей «длинных» денег. Это благоприятно скажется на ликвидности и на влиянии ЦБ на рынок через изменение ставок. К слову 3-месячные ставки уже показали серьезное снижение и соответствующие ставки Mosprime уже ушли ниже 7% впервые с начала мая 2012 года.

**Ставки**



**Ставки, ликвидность, долговой рынок**

**ЦБ вплотную приблизился к снижению ставок**

Совет директоров Банка России 9 августа 2013 года принял решение оставить без изменения ключевые ставки.

ЦБ отметил снижение темпов роста потребительских цен до 6,5% в годовом выражении. Но все же ЦБ явно указал, что ждет инфляция в целевом диапазоне 5%-6% в течение второго полугодия 2013 года.



ЦБ встревожен сохранением низких темпов роста российской экономики. Годовые темпы прироста промышленного производства остаются невысокими, если не сказать нулевыми, продолжается снижение объема инвестиций в основной капитал. Потребление домохозяйств – единственный драйвер экономики. Тут поддержкой является рост реальной заработной платы и розничного кредитования.

После заседания ЦБ 9 августа стало ясно, что регулятор ждет продолжения снижения инфляции для того, чтобы принять меры по стимулированию кредитования. Ожидание снижения ставки в сентябре теперь станет

основным фокусом рынка. В августе-начале сентября высока вероятность увидеть дефляционные процессы, что развяжет регулятору руки. Если не в сентябре снижать ставки, то когда. Откладывать больше некуда, даже учитывая ожидаемое техническое ускорение роста экономики на фоне низкой базы и вклада сельхоз сектора.

Следующее заседание Совета директоров Банка России состоится 13 сентября 2013 года. Мы ждем снижения всего спектра ставок на 0.25 б.п.

Горизонт	Прогноз Mosprime3m	Прогноз Mosprime6m
3М	6.90%	7.15%
6М	6.80%	7.05%
1Y	6.75%	7.00%

## Как защититься от дальнейшего снижения рубля?

С начала года курс рубля к доллару США снизился более чем на 10%, что существенно повлияло на финансовый результат российских предприятий имеющих валютные обязательства и торгово-валютные операции. В краткосрочной перспективе можно ожидать продолжения понижательной тенденции по рублю. В этом случае становится актуальным вопрос об инструментах способных помочь избежать убытков при дальнейшей девальвации рубля. Наиболее распространенный инструмент, форвард, позволяет зафиксировать курс покупки валюты в будущем. Однако в ситуации, когда близки локальные максимумы курса USDRUB, данный инструмент слишком 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 также говорит и низкая волатильность, определяющая невысокую стоимость страхования. Уровни волатильности опционов USDRUB вплотную приблизились к своим минимальным значениям с 2011 года (см. график).

График волатильности 3-месячных опционов USDRUB, 2010-2013 гг.



Существует большое количество стратегий с использованием опционов. На наш взгляд, в текущей ситуации имеет смысл рассмотреть следующие варианты:

**Опцион колл (Call)** — инструмент дающий право держателю (покупателю) опциона право, но не обязательство, покупать/продавать валюту в будущем по заранее определенному курсу.

**Колл спред (Call spread)** — комбинация двух опционов одного и того же типа, но с разными ценами исполнения (страйк). При этом, опцион с более низкой ценой исполнения покупается, а с более высокой продается.

**Барьерный опцион (Knock out Call)** — экзотический опцион, выплата по которому зависит от достижения USDRUB установленного барьера за определенный период времени. При достижении курсом уровня барьера - опцион отменяется.

Таблица сравнения опционных стратегий и премий на срок 3 месяца, текущий курс USDRUB 32,85.

	Преимущества	Недостатки	Премия (стоимость страховки)
<b>Опцион колл</b>	Прозрачное ценообразование, полная защита от ослабления рубля	Более высокая стоимость по сравнению с более сложными инструментами	Страйк 33,34, <b>Премия 1,80%</b>
<b>Колл спред</b>	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: 33,34 Страйк 2: 35,00. <b>Премия 1,25%</b>
<b>Барьерный опцион</b>	Низкая стоимость	При сильном падении рубля страховка теряет силу. Защита исчезает тогда, когда больше всего нужна.	Страйк: 33,34. Барьер: 35,00. <b>Премия: 0,55%</b>

[Главное](#)
[Макро](#)
[Валюта](#)
[Ставки](#)
[Производные](#)
[Календарь](#)

12 авг 13	ВВП Японии
	Промышленное производство Японии
13 авг 13	Цены производителей Великобритании
	Потребительские цены Великобритании
	Потребительские цены Германии
	Промышленное производство ЕС
	Розничные продажи США
14 авг 13	ВВП Германии
	Уровень безработицы Великобритании
	ВВП Еврозоны
	Цены производителей США
15 авг 13	Розничные продажи Великобритании
	Потребительские цены США
	Число первичных обращений за пособием по безработице США
	Промышленное производство США и загрузка произв. мощностей
16 авг 13	Потребительские цены Еврозоны
	Закладки новых домов и разрешения на строит-во США
	Производительность труда США
19 авг 13	Внешняя торговля Японии
20 авг 13	Цены производителей Германии
21 авг 13	Вторичный рынок жилья США
	Протоколы ФРС США
22 авг 13	Число первичных обращений за пособием по безработице США
	PMI Китая
	PMI Германии
	PMI ЕС
23 авг 13	Индекс доверия потребителей ЕС
	Продажи новых домов США
26 авг 13	Заказы на товары длительного пользования США
	Розничные продажи Японии
27 авг 13	Розничные продажи Германии
	Индексы настроений и ожиданий Ifo в Германии
28 авг 13	
29 авг 13	ВВП США
	Число первичных обращений за пособием по безработице США
	Уровень безработицы Японии
30 авг 13	Уровень безработицы ЕС
	Личные доходы и расходы США
	Индекс Chicago PMI 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».