

### Главное: Впору подумать и, возможно, забыть о «новогоднем ралли»

Можно подводить итоги первого месяца, в котором рынок живет в условиях тотального QE. Пока похвастаться нечем, но и сильно грустить причин нет. Это был месяц застоя в смысле динамики и отношений к рискам. Если быть оптимистом, то можно вспомнить предыдущие программы QE в США и обратить внимание на то, что сразу после объявления программ монетарного стимулирования рынки не росли. Пессимист на это ответит аргументами о проблемах в Европе, о неопределенности в США по причине выборов, о приближающемся налоговом коллапсе за океаном. Реалист забудет про «новогоднее ралли» и снова сделает ставку на безыдейный боковик.

### Основные индикаторы

| Форвардные котировки  | 1 мес    | 3 мес    | 6 мес    |
|-----------------------|----------|----------|----------|
| USD/RUB               | 31,524   | 31,838   | 32,30    |
| EUR/RUB               | 40,88    | 41,3122  | 41,9437  |
| Денежный рынок        | Знач.    | Max 12m  | Min 12m  |
| MosPrime 1M (%)       | 6        | 7,03     | 5,67     |
| MIBOR 1m (%)          | 7,26     | 7,31     | 6,65     |
| RUONIA 1d (%)         | 6,13     | 6,66     | 4,1      |
| Implied NDF yield 6m% | 6,4      | 7,14     | 5,1      |
| Долговой рынок        | Знач.    | Max 12m  | Min 12m  |
| Russia CDS 5yr        | 163,41   | 343      | 119      |
| Eurobond Russia 30Y   | 2,865    | 4,838    | 2,747    |
| EMBI +                | 696      | 701      | 589      |
| Фондовые индексы      | Знач.    | Max 12m  | Min 12m  |
| RTSI                  | 1462,43  | 1754,81  | 1227,65  |
| Micex                 | 1451,61  | 1631,15  | 1256,55  |
| S&P 500               | 1408,75  | 1465,80  | 1153,40  |
| DJIA                  | 13077,34 | 13610,15 | 11231,78 |
| Brent                 | 108,16   | 129,43   | 89,00    |

### Содержание

#### Макрорынки

- Европа - рынок ждет интервенций ЦБ
- США - выборы и налоги
- Сырье под давлением

#### Валюта

- Рубль теряет привлекательность

#### Ставки и долговой рынок РФ

- ЦБ тормозит инфляцию и рост экономики...
- ... и компенсирует нехватку ликвидности

#### Финансовые инструменты

- Бивалютный кредит

**Главные рынки**

Греция в заикленном режиме продолжает выторговывать новые уступки, большая Тройка сопротивляется. Испания воспользовалась окном на рынке и выполнила план по внешним заимствованиям на 95%. Рынок пока живет спокойной жизнью, поскольку ЕЦБ пока взял ситуацию на рынке госдолга под контроль. Печатный станок наготове. Но что касается прогнозов роста экономики, то тут не все так гладко. Последняя статистика по опережающим индикаторам рисует не самую приятную картину.

В США в центре внимания остаются выборы и нарастающая неопределенность в связи с фискальными проблемами 2013 года. Напомним, что США до конца года нужно решить важнейшую задачу, а именно - разобраться с налогами. В начале следующего года в Штатах завершают свое действие ряд фискальных льгот. Отмена их разом однозначно приведет к рецессии. Но это только в случае, если льготы не продлят. А вероятность такая есть, и немаленькая.

Вполне ожидаемо по этой причине корпоративные отчеты американских компаний содержат меры жесткого сокращения издержек и весьма мрачные прогнозы на будущий период. Богатые на кэш крупные компании не спешат инвестировать, а это - определенные риски для роста экономики США.

Но пока в нашем базовом сценарии мы позитивно смотрим на экономику штатов. Вероятнее всего, большая часть налоговых льгот будет пролонгирована, а значит, экономика США может сохранить темпы роста экономики близкие к 2% в начале следующего года.

Пара евро/доллар по-прежнему будет отражением appetites к риску. В период когда все очень плохо, доллар будет иметь преимущество. В период, когда все относительно спокойно, баланс на валютном рынке будет найден исходя из сравнения двух экономик. Если учитывать более оптимистичный взгляд на экономику США, то мы продолжаем более позитивно смотреть на американскую валюту, как бы ни обернулись настроения на внешних площадках. До конца года вероятно сохранится движение в окрестности 1.3 по паре EUR/USD. Уже к середине следующего года наша цель стоит на отметке 1.2.

**Нефть.** Большая неопределенность сохраняется.

Нефть продолжает находиться «меж двух огней». С одной стороны, действия ведущих мировых регуляторов и геополитическая напряженность на Ближнем Востоке оказывают поддержку стоимости контрактов, с другой стороны, откровенно слабые макроэкономические данные (США отдельный вопрос) и сезонный фактор довлеют над ценами. За последний

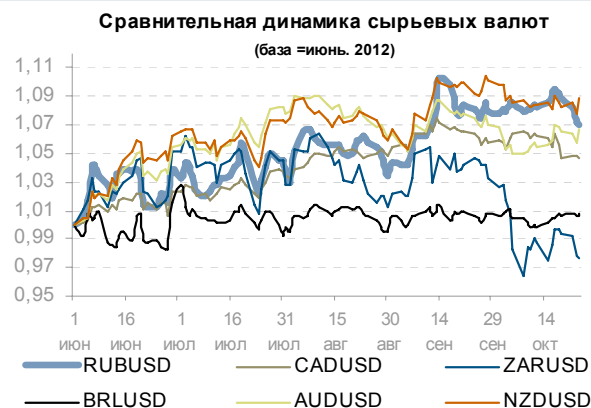
месяц мы вновь стали свидетелями ощутимых ценовых колебаний (в отдельные дни изменение стоимости в ту или иную сторону превышало 4%, а внутримесячный диапазон колебаний приблизился к \$9/bbl). Ключевыми событиями стали и сохраняются по сегодняшний день обострение конфликта между Сирией и Турцией, большее чем ожидалось замедление экономики Поднебесной и европейские проблемы (Испания, Греция). Эйфория, связанная с запуском QE-3, как и ожидалось, продолжилась совсем недолго, а эффект, который все более походит на призрак, еще не наступил. И тем не менее, экономика США хрупко, неуверенно, но продолжает «карабкаться» вверх (последнее заседание ФРС тому подтверждение), что не дает рынкам окончательно свалиться в бездну пессимизма. Так данные с рынка труда указывают на то, что действия ФРС приносят свои плоды, и рынок недвижимости вселяет определенный оптимизм. Еще одной «соломинкой», за которую цепляется рынок, являются стимулирующие меры, осуществляемые Народным банком Китая. Дело в том, что смена лидеров страны, которая намечена на первую половину ноября, должна пройти как можно комфортней для рынков / инвесторов. Для этого все усилия направлены на поддержание экономической стабильности в стране. И, несмотря то, что китайским регулятором сегодня используется лишь такой инструмент, как обратное РЕПО (управление ликвидностью), ситуация показывает, что в большем объеме КНР связаны с проведением новых экономических реформ, что позитивно для рынков. Подводя промежуточный итог, в очередной раз стоит признать, что нефтяной рынок продолжает получать поддержку за счет монетарного стимулирования, проводимого ведущими регуляторами. Переходя к фундаментальным факторам, сразу же стоит их разделить на две части. Первая часть обусловлена долгосрочными событиями, вторая – характеризует более краткосрочные перспективы. Долгосрочно – сохраняется восходящий тренд, основанный на росте себестоимости (трудноизвлекаемые запасы, перевооружение производственных фондов) и росте потребления углеводородов странами АТР и Африки. Краткосрочно – ситуация менее привлекательна. Сезонно спрос на нефть в последнем квартале года ниже, чем в третьем (окончание планового технического обслуживания производств, завершение сезона поездок и путешествий). Помимо негативной макроэкономической статистики, масло в огонь подливают и корпоративные отчеты. Показатели компаний не оправдывают надежд, либо рапортуют о новом сокращении издержек, снижении будущих прогнозов. Кроме того, давление на цены в конце четвертого квартала окажет приближающийся Fiscal Cliff в США. И еще

одним фактором отнюдь не добавляющим стабильности, стали провальные выборы нового генсека ОПЕК. Иран и Саудовская Аравия заняли непримиримые позиции, что и не удивительно – добыча Ирана из-за санкций сократилась на 50%, производственные мощности Саудовской Аравии задействованы практически на все 100%. Таким образом, еще раз приходится констатировать, что нефть фактически выступила заложником геополитической напряженности и слабых макроэкономических, фундаментальных данных, которые продолжают разнонаправленно влиять на цены. Наш прогноз на конец

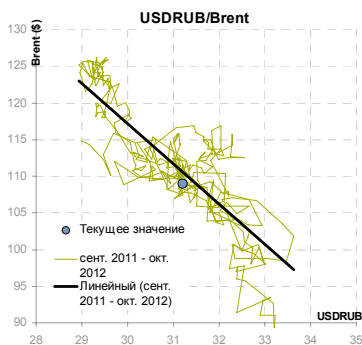


кущего года - \$109/Brent.

В прошлом выпуске «Навигатора» мы не нашли идей роста российской валюты в краткосрочном периоде. На этот раз снова ответ на вопрос о динамике на ближайший месяц может разочаровать. Рубль торгуется в зоне невмешательства ЦБ, и пока нет причин для выхода из боковика.



Это был достаточно скучный месяц для отечественной валюты. Корзина торговалась в боковике. Доллар показал более интересную динамику, волатильность составила около 1 рубля, но диагноз тот же - боковик. В сравнении со своими коллегами по сырьевой зависимости рубль смотрелся в рассматриваемый период очень неплохо.



Среди валют развивающихся и сырьевых экономик с начала восстановления (с июня месяца) рубль выглядит ничуть не хуже австралийского, а уступает только новозеландскому доллару. Картина не меняется с начала года. Недооценен или переоценен рубль, видно по регрессии рубля против

нефти. А по нему видно, что при текущих котировках марки Brent рубль не имеет потенциала роста. Наш прогноз цены на нефть на конец года - 109 долларов за баррель, что фундаментально не оставляет российской валюте пространства для роста до конца года. Но спекулятивные причины остаются.

**ЦБ РФ по-прежнему один из самых жестких регуляторов** в мире, он проводит политику ужесточения монетарной политики. Это увеличивает приток иностранного капитала, перераспределение в пользу рубля идет из других развивающихся стран, где регуляторы, напротив, ослабляют давление на монетарном рынке. Также в рассматриваемом периоде замедлился отток капитала. Еще одним позитивным с точки зрения западного инвестора фактором является расширение плавающего коридора и, в конечном счете, его полная отмена, анонсированная на 2015 год. "Мы написали, что к 2015 году мы вообще хотим отказаться... Нельзя исключить такой возможности (расширения). Думаю, что будет еще расширение, прежде, чем его отменим", - говорил недавно Сергей Швецов. На вопрос, возможно ли расширение коридора до конца 2012 года, он ответил: "Пока вроде не надо, а там - посмотрим".

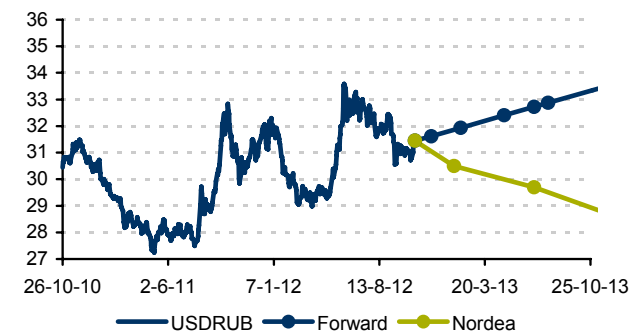
**Сделка Роснефти** по выкупу 100% ТНК-ВР окажет довольно сдержанное влияние на валютный рынок. В первой части сделки при покупке доли ВР помимо акций, скорее всего, будут использованы валютные займы, что снимает опасения относительно давления на отечественную валюту (привлечение рублей Роснефтью означало бы конвертацию их в доллары, что, безусловно, повлияло бы на рынок). Кроме того, на днях прошла неофициальная информация, что в ближайшее время будет объявлен пул западных банков, которые могут выдать Роснефти совокупно до 45 млрд. долларов кредитных средств. В этом случае все вопросы о потенциальном давлении на рубль будут закрыты. Также стоит учитывать, что сделка может растянуться как минимум на полгода, но и переоценивать этот «негативный» фактор не стоит.

### Евро/доллар

В долгосрочном мы продолжаем плане негативно смотреть на евро (прогноз EUR/USD 1.2 к концу года). Монетарное стимулирование, безусловно, поддерживает аппетиты к риску, что будет играть на стороне евро. Также выборы в США, проблема продления фискальных льгот на 2013 год, вопросы повышения потолка госдолга - все это отчасти смазывает перспективы доллара (хотя тут как раз за счет процессов бегства от рисков не все так однозначно). Но внутренние проблемы Европы все же останутся основной темой для спекуляций на валютном рынке.

### Выводы

Мы продолжаем оптимистично смотреть на российскую валюту в долгосрочной перспективе. Но на текущих уровнях покупать рубль очень рискованно. Рост волатильности до конца года не исключен, а потенциал роста очень ограничен. Долгосрочные прогнозы представлены в таблице и на графике.

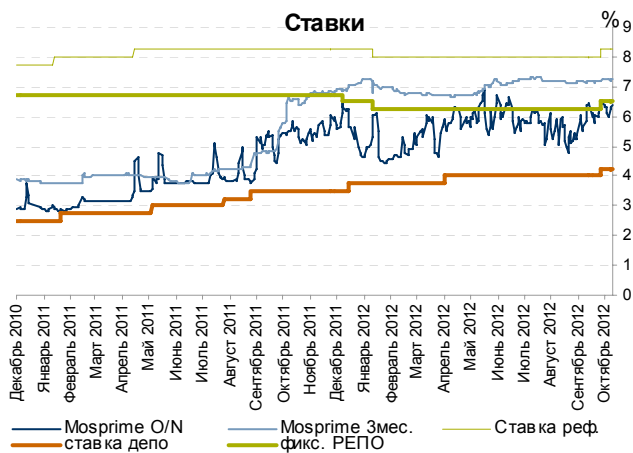


| Горизонт  | Форвард | Прогноз | Форвард | Прогноз |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
|           | USDRUB  | Nordea  | EURRUB  | Nordea  |
| 3М        | 31,9288 | 30,5000 | 41,342  | 39,650  |
| 30 июн 13 | 32,7225 | 29,7000 | 42,432  | 35,640  |

форвард от 26.10.2012

# Ставки, ликвидность, долговой рынок

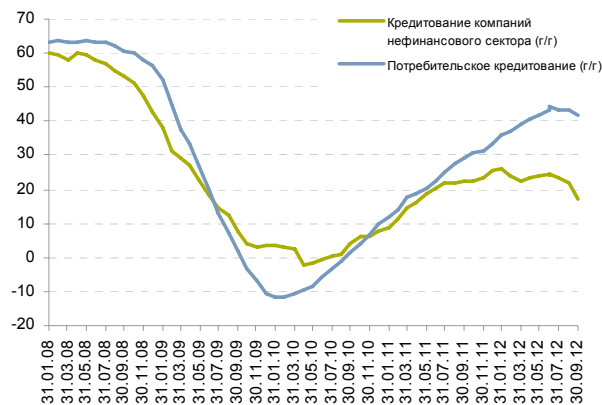
Короткие ставки ползут вверх. Если сразу после решения ЦБ о повышении ставок в сентябре это в основном касалось только однодневных ставок, то сейчас заметен рост 3-месячных ставок денежного рынка. До конца года ЦБ может еще раз «порадовать» участников рынка. Борьба с инфляцией может выйти боком.



Настроения на денежном рынке продолжает задавать ЦБ. Напомним, что в начале сентября регулятор, вопреки ожиданиям рынка, поднял ключевые ставки на 0,25 п.п., в октябре оставил все как есть. Но риторика ЦБ пока подразумевает высокую вероятность повышения ставки до конца года. Многое зависит от инфляции, которая традиционно до конца года, вероятно, ускорится.

В погоне за снижением инфляцией ЦБ разогнал очень сильно. Уже Минэкономразвития обвинило Центробанк в торможении роста российской экономики. Рост ВВП сбавил темпы до 2,5% в сентябре в годовом выражении с 2,8 процента в августе. «Замедление роста кредитов нефинансовому сектору и удорожание кредитных ресурсов связано, в том числе, с рисками кредитования и повышением процентных ставок ЦБ...», - сказал замминистра экономического развития Андрей Клепач на очередном брифинге. Ко всему прочему значительно сократились темпы роста корпоративного кредитования, потребительское кредитование также после перегретого состояния начало остужаться. Возникает вопрос - продолжит ли регулятор повышение ставок? Ответ нам

даст инфляция, которая для ЦБ, к сожалению или к счастью, остается главным ориентиром.



Ценовое давление остается серьезным. Инфляция в России за неделю с 16 по 22 октября составила 0,2%, ускорившись по сравнению с предыдущей с начала года на 5,7%, с начала октября - на 0,5%. Пока нет причин думать, что в ноябре-декабре темпы инфляции снизятся. Это значит, что годовая инфляция может подойти вплотную к некомфортному для ЦБ 7-процентному уровню по итогам года.

Как итог – не исключаем, что регулятор на ближайшем заседании в начале ноября снова будет очень жесток. Весь спектр ставок, может быть, поднят и не будет, а ставка ДЕПО - вполне.

Пара слов о ликвидности банковской системы

Банки продолжают активно привлекать деньги у ЦБ. Совокупный объем средств, привлеченных банками через механизм РЕПО, у ЦБ сейчас составляет ~1.52 трлн. По нашим расчетам некоторые банки 2-го и 3-го эшелона уже имеют проблемы с доступностью залога. Кредитование под нерыночные активы также остается на высоком уровне, ЦБ выдал одобренных ссуд на 670 млрд. руб., и это, относительно овернайт, - более длинные деньги (на срок более 1 мес.). В итоге у банковской системы в целом есть зависимость от господдержки, и что самое печальное, от «коротких» денег ЦБ. Проблема в том, что привлекая «в короткую» у регулятора, банки кредитуют «в длинную», что создает долгосрочные риски для ликвидности в системе.

ЦБ, безусловно, обращает внимание на то, что банки продолжают зависеть от коротких денег ЦБ, которые он распределяет через

недельные и дневные аукционы РЕПО. В связи с этим регулятор заявил о желании повысить интерес к длинным кредитам плавающей ставкой.

"Мы на следующий год планируем по нашим длинным операциям уйти от фиксированных ставок и перейти к плавающим низким ставкам. Мы добавляем таким образом длинные кредиты в банковский сектор, не задирая кривую доходности. Это увеличит спрос на длинные инструменты Банка России и позволит банкам сформировать более длинные ресурсы", - заявил недавно Сергей Швецов журналистам. Плавающие ставки будут использоваться для всех операций кредитования банковского сектора на срок от 31 дня, а фиксированные ставки останутся по операциям на меньший срок.

Швецов считает, что благодаря плавающим ставкам спрос на длинные кредиты под залог ценных бумаг может "увеличиться в разы". Значение плавающей ставки ЦБ будет устанавливаться по итогам сбора заявок банков на аукционе, отталкиваясь, при этом, от уровня ставки RUONIA. Сейчас ставки регулятора по операциям на срок от 31 дня до одного года находятся в диапазоне от 7,0 процента до 8,25 процентов в зависимости от их вида.

Похоже, ЦБ, как маркетмейкер, может задать тон для всего рынка. Вероятно, если увеличится кредитование под плавающую ставку, то вырастет и популярность хеджирования через процентный своп. Но это уже тема для нашей странички, посвященной производным инструментам.

### Ожидания

Ставки овернайт, скорее всего, останутся в окрестности 6%-6.5%, налоговая сезонность сохранится. 3-месячные и 6-месячные ставки менее явно связаны с динамикой однодневных ставок и с состоянием короткой ликвидности. Но уже сейчас мы видим, что повышение 1-дневных ставок денежного рынка приводит к очень сдержанному росту 3-месячных ставок Mosprime. Наш прогноз представлен в таблице.

| Горизонт | Прогноз Mosprime3м | Прогноз Mosprime6м |
|----------|--------------------|--------------------|
| 3М       | 7,40%              | 7,65%              |
| 6М       | 7,50%              | 7,75%              |
| 1Y       | 7,50%              | 7,75%              |

### Бивалютный кредит.

Бивалютный кредит – это альтернативный источник финансирования, который позволяет снизить процентные ставки по сравнению с обычным кредитом за счет использования производных финансовых инструментов.

Заключая сделку с бивалютным кредитом, клиент занимает средства в базовой валюте, соглашаясь с тем, что возврат основной суммы займа может быть произведен в альтернативной валюте по заранее определенному курсу.

Выбор валюты, в которой заемщик вернет основную сумму долга определяется значением рыночного курса выбранной пары валют накануне даты платежа.

Технически заемщик продает Банку валютный опцион, а полученная премия субсидирует процентную ставку по кредиту.

Величина снижения процентной ставки зависит от выбранного курса обмена (страйка опциона). Чем ближе заемщик выбирает курс обмена к рыночному курсу валютной пары на момент заключения сделки, тем дешевле обходится ему кредит, но тем выше становится и валютный риск.

Однако, для компаний, имеющих валютную выручку, такой риск представляется разумным.

#### Пример 1

Компания привлекает 1-месячный бивалютный кредит в размере 40,25 миллиона рублей (вторая валюта евро) по отрицательной ставке –2,5% годовых с учетом премии полученной от продажи опциона EUR Call RUB Put (страйк 40,47). Компания соглашается, что на усмотрение Банка Сумма кредита может быть возвращена как в рублях (Валюте депозита), так и в евро (Альтернативной валюте) по 40,47 (Курсу обмена) или 0,995 миллиона евро.

#### Пример 2

Компания привлекает 1-месячный бивалютный кредит в размере 40,25 рублей (вторая валюта евро) по отрицательной ставке –5,5% годовых с учетом премии полученной от продажи опциона EUR Call RUB Put (страйк 40,25). Компания соглашается, что на усмотрение Банка Сумма кредита может быть возвращена как в рублях (Валюте депозита), так и в евро (Альтернативной валюте) по 40,25 (Курсу обмена) или 1 миллион евро.

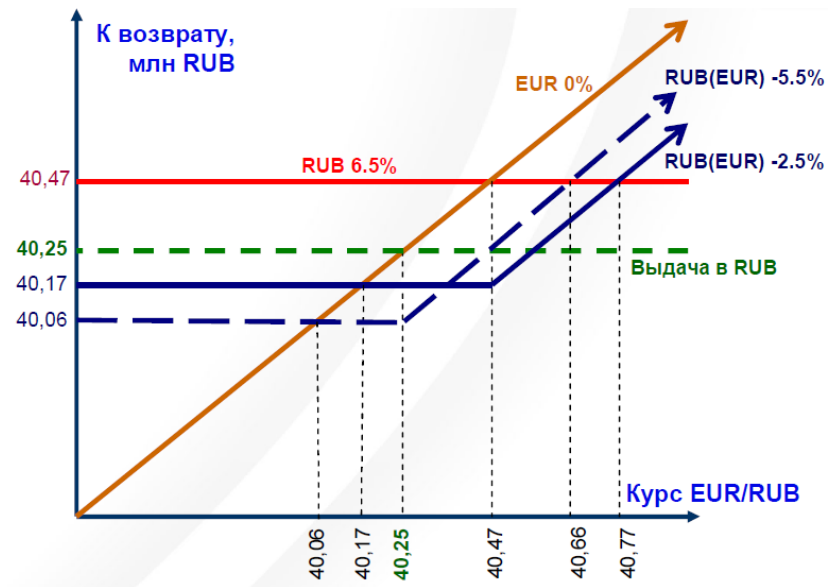
В результате, Клиент получает субсидированный кредит в обмен на риск, что Сумма кредита может быть конвертирована Банком по заранее оговоренному Курсу обмена.

Данный инструмент рекомендуется компаниям, имеющим денежные потоки в нескольких валютах и планирующим в краткосрочной перспективе привлечь валютный или рублевый заем.

Бивалютный кредит особенно привлекателен при высокой рыночной волатильности.

#### Сравнение простых и бивалютных кредитов, 1 месяц

|   | + Преимущества                        | - Недостатки                                 |
|---|---------------------------------------|--|
| 1 | Не зависит от изменений курса EUR/RUB | Высокий %                                    |
| 2 | Низкий %, участие в снижении EUR      | Валютный риск на 1.00 mEUR                   |
| 3 | Экономия 0,3 mRUB до курса 40,47      | Валютный риск выше курса 40,47 на 0,995 mEUR |
| 4 | Экономия 0,41 mRUB до курса 40,25     | Валютный риск выше курса 40,25 на 1,00 mEUR  |



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

|            |   |
|------------|---|
| 01.11.2012 | Индекс PMI Китая  |
|            | Индекс PMI Еврозоны   |
|            | Уровень безработицы ЕС                                      |
|            | Производственный индекс ISM США                             |
|            | Число первичных обращений за пособием по безработице США    |
|            | Производительность труда в США                              |
| 02.11.2012 | Уровень безработицы США                                     |
| 06.11.2012 | Промышленное производство Британии                          |
|            | Цены производителей ЕС                                      |
|            | Промышленные заказы Германии                                |
|            | Президентские выборы США                                    |
| 07.11.2012 | Розничная торговля ЕС                                       |
|            | Промышленное производство Германии                          |
|            | Запасы нефти США  |
| 08.11.2012 | Внешняя торговля Германии                                   |
|            | Решение по ставкам Банка Англии                             |
|            | Решение по ставкам ЕЦБ                                      |
|            | Число первичных обращений за пособием по безработице США    |
|            | Внешняя торговля США  |
| 09.11.2012 | Потребительские цены Китая                                  |
|            | Цены производителей Китая                                   |
|            | Розничная торговля Китая                                    |
|            | Промышленное производство Китая                             |
|            | Индекс настроения потребителей от университета Мичигана США |
| 12.11.2012 | ВВП Японии  |
|            | Оптовые цены Германии                                       |
| 13.11.2012 | Промышленное производство Японии                            |
|            | Потребительские цены Британии                               |
|            | Цены производителей Британии                                |
|            | Индекс текущих условий ZEW Германии                         |
| 14.11.2012 | Промышленное производство ЕС                                |
|            | Уровень безработицы Британии                                |
|            | Протокол заседаний ФРС США                                  |
|            | Розничная торговля США                                      |
|            | Цены производителей США                                     |
| 15.11.2012 | ВВП Германии  |
|            | ВВП ЕС  |
|            | Розничная торговля Британии                                 |
|            | Потребительские цены США                                    |
|            | Запасы нефти США  |
| 16.11.2012 | Промышленное производство США                               |
| 19.11.2012 | Вторичный рынок жилья США                                   |
| 20.11.2012 | Закладки новых домов и разрешения на строительство США      |
| 21.11.2012 | Индекс настроения потребителей от университета Мичигана США |
|            | Число первичных обращений за пособием по безработице США    |
|            | Запасы нефти США  |
| 27.11.2012 | Заказы на товары длительного пользования США                |
|            | Индекс уверенности потребителей США                         |
| 28.11.2012 | Продажи новых домов США                                     |
|            | Запасы нефти США  |
| 29.11.2012 | ВВП США (ревизия)   |
|            | Число первичных обращений за пособием по безработице США    |
| 30.11.2012 | Персональные доходы и расходы США                           |
|            | Индекс Chicago PMI США                                      |

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

### Продажи

Харакшян 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)

### Аналитика

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

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

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