

## Долгим ли будет «бабье лето» в России?

На мировых площадках фокус сместился с политической арены на действия регуляторов. Для российской экономики остается открытым вопрос—что будет в дальнейшем выступать драйвером роста? ЦБ: жесткая риторика при смягчении политики. Рубль: когда закатится «звезда carry-trade».

ФОРВАРДНЫЕ КОТИРОВКИ	1 МЕС	3 МЕС	6 МЕС
USD/RUB	58.20	58.80	59.63
EUR/RUB	69.70	70.63	72.01

СТАВКИ	ЗНАЧ.	MAX 12M	MIN 12M
MosPrime ON (%)	8.42	10.66	8.42
MosPrime 3M (%)	8.76	10.65	8.76
Libor 3M (%)	1.324	1.324	0.838
Euribor 3M (%)	-0.329	-0.301	-0.332
Treasuries 10Y benchmark (%)	2.219	2.626	1.556
Russia CDS 5yr	131.2	241.7	131.2

ФОНДОВЫЕ ИНДЕКСЫ/СЫРЬЕ	ЗНАЧ.	MAX 12M	MIN 12M
RTSI	1120.24	1195.61	960.32
MICEX	2061.20	2285.43	1817.82
S&P 500	2506.26	2506.26	2085.18
DAX	12555.47	12888.95	10259.13
Brent	55.34	56.86	44.50
Gold	1310.59	1349.22	1128.38

## Макро

- Российская экономика: розница—возврат на траекторию роста?
- Нефть: сдержанный оптимизм возвращается

## Валюта

- Бархатный сезон рубля

## Ставки и денежный рынок РФ

- Семь раз отмерь — один раз отрежь

## Специальная тема

- Как долго рубль останется звездой carry-trade?

## Производные инструменты

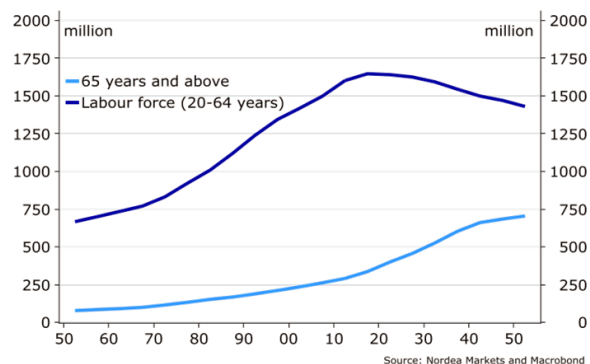
- Покупка опционов как хедж против укрепления рубля

### Глобальная экономика

#### Глобальные тренды:

Группа Нордеа прогнозирует ускорение роста мировой экономики до 3.6% в этом году, 3.7% - в 2018г. и 3.6% в 2019г. Ключевыми угрозами остаются: направление внешнейторговой политики США, эффект от Brexit, геополитическая обстановка, реакция финансовых рынков на ужесточение монетарных политик ФРС и ЕЦБ и ... демографическая ситуация. Тема «человеко-замещения» роботами стала ключевой в последнем [Economic Outlook](#) Группы Nordea. С 2020 по 2050гг. работоспособное население Земли сократится на 200 млн. человек, за этот же период число людей, достигших пенсионного возраста возрастет на 300 млн. Об этом и других актуальных трендах в мировой экономике читайте в нашем [Обзоре](#).

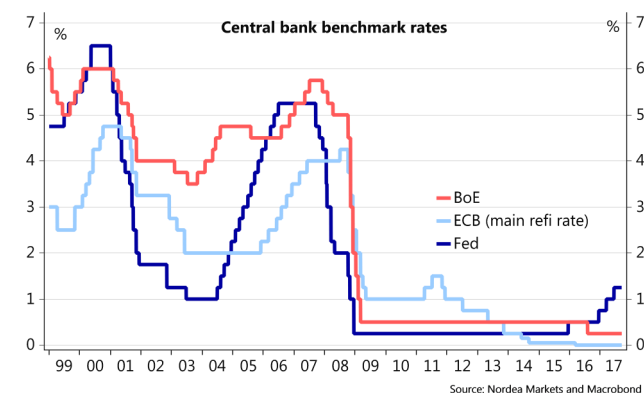
#### Рабочая сила и число пенсионеров в Китае и OECD, прогнозы UN



#### США:

ФРС в вопросах ужесточения денежно-кредитной политики продвинулся куда дальше, чем ЕЦБ. При этом даже после четырех четверть-процентных повышений ставки, регулятор только сейчас начал задумываться о сокращении своего раздутго баланса. Похоже, рынки последним фактором не очень озабочены и ставят под сомнение жесткость регулятора. Опросы членов ФРС сигнализируют о 4 повышениях ставки (по 0.25 пп) до конца следующего года. Финансовые рынки пока закладывают только одно. 20 сентября ФРС должен дать официальный старт программе, которую наши коллеги в Nordea назвали Big Shrink (Большое Сжатие) баланса ФРС. Сокращение объема долларовой массы пророчит укрепление доллара в паре с европейской валютой на горизонте до конца года.

#### ФРС и Банк Англии исторически более агрессивны, чем ЕЦБ



#### Еврозона:

Растущая экономика (1 ¼ -2% в 2017-2018гг.) существенно повышает шансы Ангелы Меркель на победу в ходе выборов в Германии 24 сентября. Хотя насколько справедливо распределяются плоды экономического успеха—горячая тема в обществе, активно используемая в частности левым политическим фронтом. Куда будет нацелен сформированный новым (старым) канцлером парламент во многом зависит от того кто составит ей коалицию. Но курс на снижение налогов, более интенсивные инвестиции и дальнейшую Евро-интеграцию наиболее вероятен при любом раскладе сил.

#### Китай:

Осень этого года также ознаменуется выборами на ближайшие 5 лет нового руководства Китая. За исключением Президента и Премьер министра все члены Политбюро уже достигли пенсионного возраста – если практика последних лет повторится 5 из 7 членов высшего руководства страны получат замену. Давно назревшие проблемы: неэффективные гос.компании, переизбыток мощностей, растущая закредитованность в последние годы оставались без должного внимания. Но их злободневность обязывает уже в ближайшие 5 лет приступить к решению хотя бы части из них. Сигналом к этому может стать отказ от таргетирования темпов экономического роста (поставленная в 2012 году цель к 2020 году удвоить ВВП Китая с уровня 2010 года).

## Розница—возврат на траекторию роста?

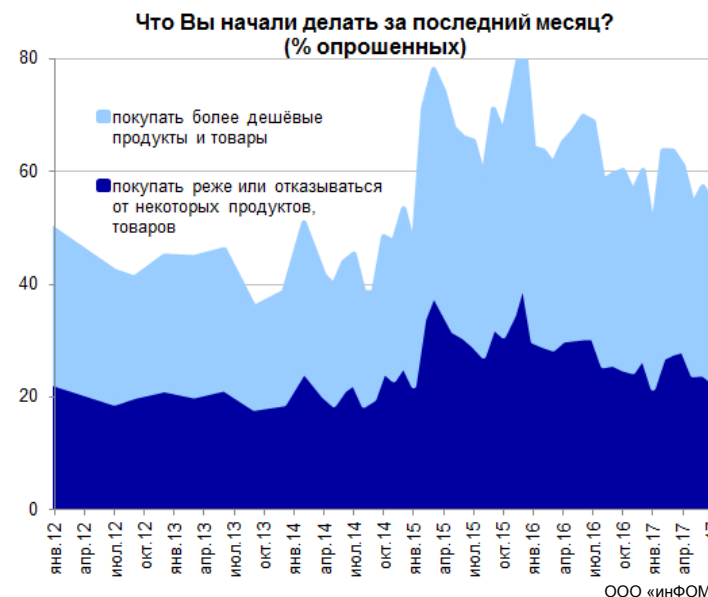
Российская экономика продолжила восстанавливаться в июле-августе, однако темпы восстановления несколько снизились после рекордного 2 квартала, в котором был продемонстрирован рост на 2.5%. Замедление наблюдалось в широком круге отраслей (обработке, добыче, транспорте), подтверждая, что впечатляющие результаты второго квартала во многом обусловлены разовыми факторами.

Динамика розничных продаж осталась вялой (рост на 1% г/г в июле после +1.2% в июне), несмотря на довольно устойчивый рост реальных заработных плат (+4.6% г/г в июле). Его потенциальный положительный эффект для потребления пока проявляется не в полной мере, так как темпы роста реальных располагаемых доходов остаются неустойчивыми и только приближается к положительной области (0% г/г в июне и -0.9% г/г в июле). Слабая динамика доходов связана в частности с тем, что индексация многих социальных выплат отстает от инфляции.

Распространение трансграничной Интернет-торговли, не учитываемой в статистике розничных продаж в последнее время снизило качество данного показателя для оценки состояния потребительского спроса. В этой связи возникает необходимость использовать альтернативные индикаторы для анализа потребительской активности. Обратимся к опросам, измеряющим потребительские настроения. Из них следует, что потребительское поведение постепенно возвращается к своим предкризисным характеристикам.

В частности, из опроса «инФОМ» видно, что население умеренно позитивно смотрит на перспективы своих доходов (индекс ожиданий изменения личного материального положения вернулся на свои средние значения 2012-2013 гг.), что создает некоторые предпосылки для дальнейшей более позитивной динамики. Кроме того, потребители постепенно отказываются от режима жесткой экономии (доля тех, кому приходится экономить, сократилась с 66% на пике кризиса до 53% в августе, что примерно соответствует докризисным уровням). Доля тех, кто покупает реже или вовсе отказывается от некоторых продуктов также сократилась до докризисных уровней (21%). Основным способом экономии остается покупка более дешевых продуктов и товаров (30% опрошенных по сравнению с примерно 20% до кризиса).

Точки роста потребления сосредоточены в сегменте непродовольственных товаров, где наиболее сильную динамику показывают продажи компьютеров (+10.2% г/г в 1 полугодии), мобильных телефонов (+12.7%), телевизоров (+9%) и автомобилей (+6%). Структура потребления при этом остается весьма стабильной с крайне высокой долей продовольственных товаров около 48% потребительской корзины, что характеризует население как весьма бедное.



В целом, статистика потребления свидетельствует о том, что в экономике наблюдается скорее процесс умеренного восстановления после очень существенного падения в кризис, чем начало нового периода устойчивого роста. Если стремительный рост потребления в период, предшествовавший кризису 2008-2009 гг., базировался на значимом повышении уровня благосостояния населения, а более скромный, но все-таки заметный рост потребления в 2010-2013 гг., опирался на бум потребительского кредитования, то в текущих условиях данные драйверы уже не стимулируют в той же мере потребительский спрос. В этой связи наш прогноз по темпам роста потребления в 2017-2019 гг. находится в районе 2-2.5%. Существенные демографические изменения (старение населения и снижение рождаемости) будут формировать дополнительные вызовы для динамики потребления и для его структуры.

### Нефтяной рынок

На рынок нефти возвращается оптимизм. Основными факторами для этого выступили ежемесячные отчеты ОПЕК и МЭА, отразившие улучшение ожиданий по спросу на нефть в текущем и следующем году, причем по оценке МЭА в 2017г. прирост станет максимальным за последние два года. Кроме того, свой вклад в улучшение настроений на рынке внесли сигналы о готовности участников сделки ОПЕК+ расширить число участников и горизонты действующего соглашения по ограничению добычи нефти. В итоге стоимость контракта Brent впервые с апреля текущего года превысила отметку в \$55/bbl (+6% с начала сентября), при этом динамика WTI выглядит несколько скромнее (~\$49.5/bbl, +5%), что обусловлено в первую очередь влиянием последствий ураганов Харви и Ирма. Однако несмотря на отмеченные факторы, позитив на рынке энергоносителей пока сложно назвать устойчивым.

Во-первых, по-прежнему продолжает вызывать вопросы эффективность усилий, принимаемых участниками сделки ОПЕК+ в борьбе с перенасыщением на рынке. С момента начала действия соглашения Ливия и Нигерия увеличили производство на 400k и 250k bbl/d, соответственно. Добыча в США за это же время выросла более чем на 800k bbl/d (августовские сокращения в США из-за ураганов, а в Ливии из-за действий повстанцев рассматриваем как временный эффект). Очевидно, что для достижения таргета (возвращение запасов к 5-летнему среднему уровню) потребуется большее время, чем на это рассчитывали первоначально. Так, по последним оценкам ОПЕК запасы нефти в странах ОЭСР превышают средний 5-летний уровень на 195 mnbbl, т.е. за половину срока действия соглашения (дек'16-июл'17) удалось убрать с рынка 43% "излишков". Не самым лучшим образом обстоят дела и дисциплиной. Так средний уровень выполнения принятых обязательств по сделке в 2017г. странами ОПЕК составил ~90%, странами не-ОПЕК ~70%. Именно по этой причине новости о готовности продлить соглашение необходимо воспринимать как сдержанный позитив.

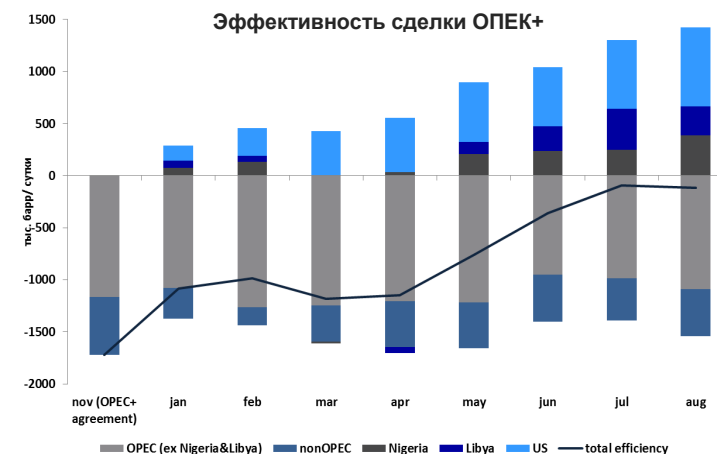
Во-вторых, дальнейшему продвижению цен в среднесрочной перспективе будут препятствовать сезонные факторы. Так период активного летнего потребления, уже позади, а на вторую половину сентября - октябрь приходятся традиционные профилактические работы на НПЗ, что в свою очередь приводит к локальному повышению запасов нефти.

В-третьих, ослабление американского доллара, которое также вносило определенный позитивный эффект в динамику нефтяного рынка, может "встать на паузу". Темы сужения баланса ФРС, вероятное повышение ставки на декабрьском заседании, а также возобновление выпуска гособлигаций Минфином США с большей вероятностью будут оказывать поддержку доллару в 4 кв. текущего года.

Отдельного внимания рынка заслуживает тема последствий ураганов в США. Напомним, что ураган Харви привел к снижению объемов добычи нефти на 400k bbl/d, при этом падение загрузки мощностей НПЗ составило 2 mnbbl/d. Именно ущерб нанесенный инфраструктуре НПЗ и трубопроводов, представляет собой большую угрозу для энергетической отрасли США. Фактические последствия стихии привели к более медленному, чем ожидалось, восстановлению, что в свою очередь повышает вероятность простоев и снижает спрос на нефть. Опираясь на историю последствий предыдущих ураганов (Иван, Рита, Катрин) можно предположить, что на восстановление потребуется, по меньшей мере, 2-3 месяца. Очевидно, что ощутимое и продолжительное снижение спроса как со стороны НПЗ, так и со стороны конечных потребителей, внесет свой отрицательный вклад в динамику сокращения запасов нефти и нефтепродуктов на рынке. По подсчетам Goldman Sachs, совокупным итогом ураганов Ирма и Харви станет сокращение спроса на нефть в сентябре в объеме ~600k bbl/d, в результате чего объем запасов к концу месяца будет на 43 mnbbl больше уровня, которого он бы достиг в нормальных погодных условиях. Более того, статистические данные по объему запасов нефти и нефтепродуктов в США еще какое-то время будут подвержены неточностям и ошибкам, что дополнительно будет подрывать оптимизм на рынке.

Импорт нефти в Китай может снизиться. Власти Китая продолжают усиливать надзор за работой независимых НПЗ. Предпринимаемые меры находят отражение в ужесточении фискальных и кредитных условий для независимых производителей, а также в предпочтении государственным компаниям при распределении квот на импорт нефти. Вероятно, таким образом, правительство пытается компенсировать выпадающие доходы, обусловленные снижением спроса. В частности по данным Bloomberg компания Sinopec в июне-августе перерабатывала примерно на 50k bbl/d нефти меньше, чем пла-

нировалось ранее. В своем решении компания сослалась на замедление роста спроса на топливо и высокую конкуренцию со стороны независимых предприятий. Дополнительную озабоченность у рынка вызывает и последняя статистика о замедлении импорта сырой нефти до 7-мес минимума, а также негативная динамика загрузки НПЗ (-4.4% м/м). На фоне этого вновь активизируются спекуляции на тему скорого истощении свободных мощностей для стратегических резервов. Помимо спада загрузки китайских НПЗ, данные по промышленному производству, розничным продажам и инвестициям за август, отразили замедление экономического роста в стране. Дальнейшая стагнация макроэкономических показателей будет подогревать рынок опасениями об очередном замедлении экономики КНР и как следствие лишать цены на «черное золото» дополнительной поддержки.



### Прогноз Brent, \$/bbl:

	Q1	Q2	Q3	Q4	Year
2017	55	51	52	53	53
2018	54	54	56	57	55

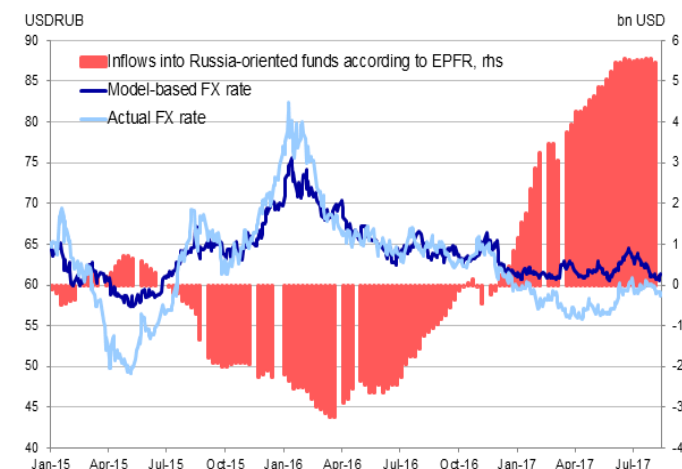
## Как долго продлится «бархатный сезон» рубля ?

Опасения «традиционного» ослабления рубля в августе не реализовались. Напротив, российская валюта продемонстрировала более чем 4% укрепление в основных торгуемых парах. Основными факторами, определившими позитивную динамику рубля, выступили относительно высокие цены на нефть (среднее значение Brent за минувший месяц - \$52/bbl) и продолжающийся приток средств в рублевые активы. Кроме того, стоит отметить, что американский доллар в конце августа обновлял 2,5-летние минимумы как по индексу (DXY) в целом, так и в паре с евро в частности. К заметному ослаблению позиций «американца» привели отсутствие какого-либо прогресса в реализации экономической программы Трампа и замедлении инфляции в США. На фоне этого большинство валют развивающихся рынков продемонстрировали укрепление в паре с USD, рубль при этом возглавил рейтинг по темпам роста. В первой половине сентября картина рынка принципиально не поменялась. Более того, замедление инфляции в РФ по итогам августа до исторического минимума, подстегнуло спрос на инструменты российского фондового рынка на фоне роста ожиданий по снижению ключевой ставки регулятором. Устойчивый спрос со стороны инвесторов обусловлен сохранением высоких рублевых ставок и снизившейся волатильностью рубля. Показатель "carry-to-risk" по паре доллар-рубль (отношение спреда внутренних и внешних ставок к волатильности) остается одним из лучших среди развивающихся стран. Подробный анализ о перспективах сохранения привлекательности рубля с позиции carry-trade приводится в Специальной теме текущего обзора **"Как долго рубль останется звездой carry-trade"**. Тем не менее, несмотря на сформировавшийся вокруг рубля оптимизм, на наш взгляд сохраняется ряд вызовов, которые могут привести к сдержанному ослаблению позиций российской валюты в среднесрочной перспективе.

Из ближайших событий на которые необходимо обратить внимание, будет **заседание ФРС (22/09)**. По прогнозам Nordea на предстоящей встрече американский регулятор анонсирует программу нормализации балансового листа, сохранив при этом вероятность повышения ставки в декабре. Наибольший интерес на текущем заседании вызовет обновленный график прогнозов членов ФРС (DOT-PLOT). Из-за недавнего снижения инфляции в США, не исключено, что часть членов ФРС сместят свои прогнозы по повышению ставки вперед, однако на наш взгляд медианный прогноз на 2017 и 2018гг. вряд ли изменится. В итоге рынку придется переоценить ожидания по динамике ставок, что в конечном счете окажет поддержку доллару и на время снизит интерес к рисковому активам. Помимо заседания ФРС, интерес к доллару США в ближайшее время может вернуть тема налогового реформирования, обсуждение которой начнется 25/09.

Дальнейшее **развитие позитива на нефтяном рынке под вопросом**. Текущий рост оптимизма на рынке «черного золота» может сбавить обороты по мере исчерпания временных и сезонных факторов, что не позволит ценам на нефть развить успех. Большую неопределенность для рынка продолжают формировать динамика запасов нефти/нефтепродуктов и добычи в США с учетом последствий ураганов, а также эффективность и дальнейшие перспективы сделки ОПЕК+.

**Тема санкций.** 2 октября истекает 60-дневный срок, отведенный Минфину США для проработки деталей закона об ограничительных мерах в отношении компаний, банков и ряда физ. лиц РФ. Несмотря на то, что данная тема уже не вызывает большого раздражения у рынков, сохраняется вероятность локального снижения аппетита к российским активам, учитывая тот факт, что ограничения могут осложнить реализацию некоторых инфраструктурных проектов.



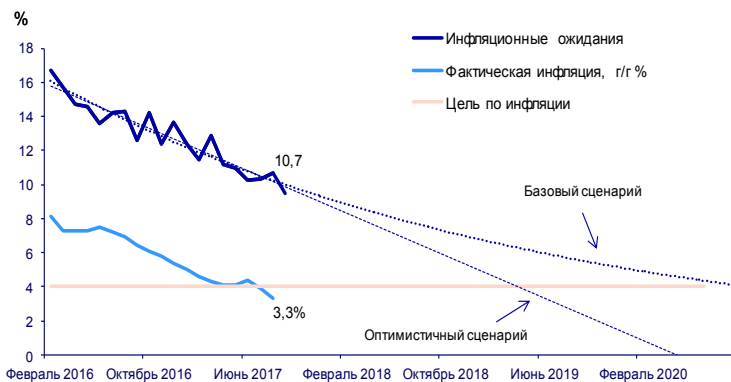
Среднесрочными ориентирами по паре USDRUB выступают отметки 56-59.

### Семь раз отмерь—один раз отрежь

15 сентября Банк России ожидаемо снизил ключевую ставку на 50 б.п. до 8,5%. Оставив ключевую ставку неизменной в июле и фактически перестраховавшись в условиях повышенных краткосрочных инфляционных рисков (неопределенность с урожаем, активизация санкционной темы и ее давление на валютный курс), в сентябре Банк России в некоторой степени должен был выступить в роли догоняющего. Такая последовательность действий полностью соответствует традиционному подходу ЦБ, который предпочитает действовать наверняка, снижая ставку лишь тогда, когда для этого есть реальные основания.

Несмотря на существенное смягчение политики, сам пресс-релиз, а также тональность пресс-конференции остались весьма жесткими. В частности, сохранилась формулировка о необходимости сохранения умеренно-жесткой денежно-кредитной политики. Глава Банка России не исключила, что в дальнейшем возможны паузы в снижении ставки, а нейтральный уровень ставки в 6,5-7% может быть достигнут лишь в 2019 году. Разница между текущим и нейтральным уровнем ставки составляет 150-200 базисных пунктов. Исходя из пресс-релиза и комментариев главы ЦБ, темпы приближения ставки к нейтральному уровню будут в первую очередь зависеть от динамики инфляционных ожиданий.

Инфляция и инфляционные ожидания



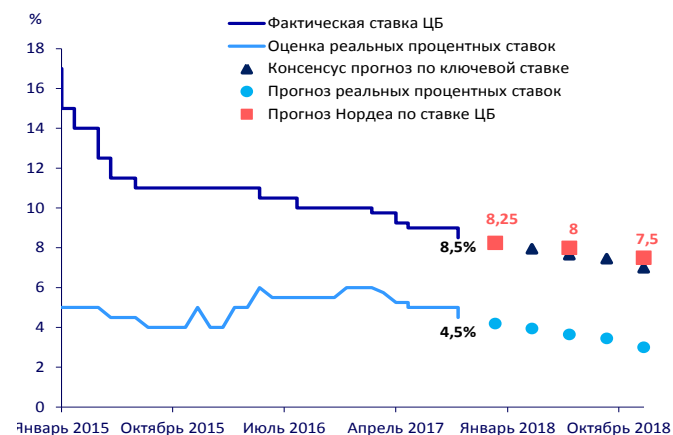
В соответствии с нашим прогнозом, который фактически остался неизменным по сравнению с тем, как мы видели ситуацию в конце июля, снижение ставки будет происходить следующими шагами (-25/-50 базисных пунктов до конца 2017 года в зависимости от динамики инфляционных ожиданий, -75 базисных пунктов в 2018 году, -50 базисных

пунктов в 2019 году). До следующего заседания ЦБ, запланированного на 27 октября, инфляция, вероятно, останется ниже 3,5%. Для того, чтобы цикл снижения ставки продолжился в октябре, инфляционные ожидания должны продолжить сокращаться; сентябрьский отчет будет опубликован в конце месяца.

Учитывая, что для дальнейшего снижения инфляционных ожиданий необходимо повышение доверия к ЦБ и подкрепление уверенности в его приверженности цели по снижению инфляции, для ЦБ весьма важно сохранение относительной стабильности внешних условий. С этой точки зрения существенные риски сконцентрированы в 1 квартале 2018 года, когда возможно распространение американских санкций на инвестиции в российский суверенный долг, а также подходит к концу действие соглашения ОПЕК+ о сокращении добычи нефти. Оба фактора несут в себе потенциально высокие риски ослабления рубля и, как следствие, ускорения инфляции и инфляционных ожиданий. Крайне желательно, чтобы данные риски не реализовались, тогда в распоряжении ЦБ будет больше времени на укрепление доверия со стороны населения к своей политике, что в итоге должно позволить снижать ставку по плану.

Но это риски 2018 года, в ближайшие же полтора месяца продолжению смягчения монетарной политики может помешать отсутствие значимого снижения инфляционных ожиданий и риск ослабления рубля в начале октября после конкретизации списка компаний, подпадающих под новые американские санкции.

Динамика и прогноз ставок

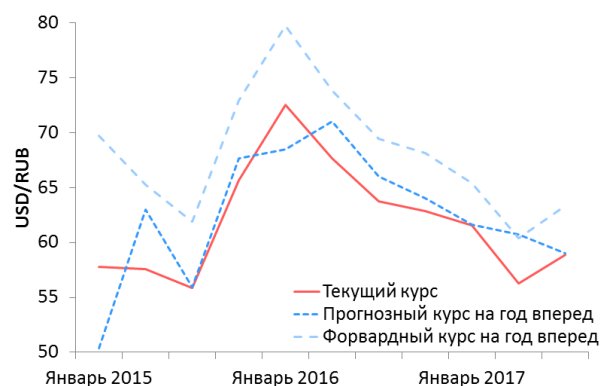


### Как долго рубль останется звездой carry-trade?

После существенного повышения ключевой ставки Банком России в конце 2014 года и по мере постепенной макроэкономической стабилизации в России в последующие годы рубль стал одной из популярных валют для операций carry-trade. Данные операции являются торговой стратегией, при которой, заимствуются средства в валюте той страны, где установлены низкие процентные ставки. (валюта фондирования) Впоследствии полученные средства конвертируются в валюту страны, где сложились высокие процентные ставки (целевая валюта). Доход по данным операциям формируется за счет разницы процентных ставок и изменении курса целевой валюты. Основным риском данных операций связан с возможным ослаблением целевой валюты, за счет которого процентный доход или его часть может быть ликвидирован. Как правило, такие стратегии не подразумевают хеджирования, поскольку его стоимость сопоставима с разницей в доходностях по целевой валюте и валюте фондирования. Таким образом, в рамках стратегии carry-trade фактически делается ставка на то, что ослабление валюты будет менее существенным, чем процентный доход.

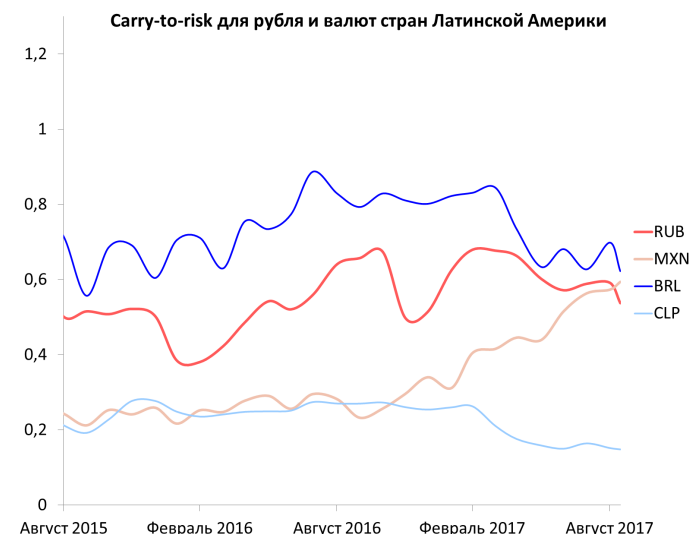
Мотивация использования рубля в качестве целевой валюты по операциям carry-trade во многом связана с тем, что консенсус прогнозы по динамике курса с 2015 года указывали на менее существенное ослабление рубля, чем форвардные курсы, рассчитанные исключительно исходя из разницы в процентных ставках. Это хорошо видно на графике ниже. Более крепкий курс рубля в консенсус-прогнозе по сравнению с форвардным курсом формирует ожидания инвесторов о том, что лишь часть процентного дохода будет потеряна за счет ослабления рубля.

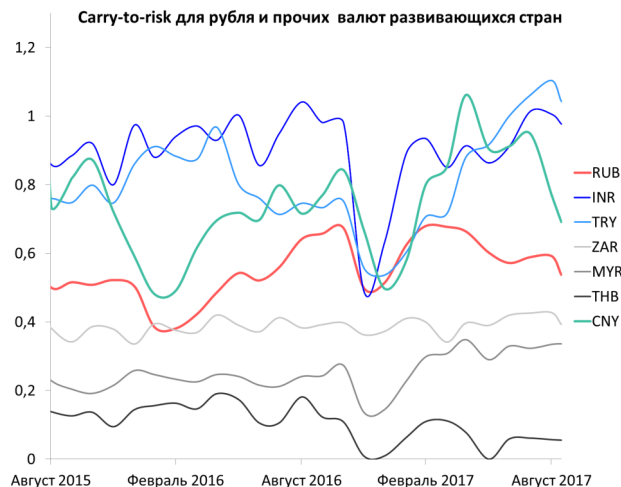
### Сравнение текущего курса с форвардным курсом и с консенсус прогнозом



С учётом сохранения цикла смягчения монетарной политики в РФ на горизонте 2017-2019 гг. возникает вопрос о том, как долго российский рубль продолжит оставаться целевой валютой по операциям carry-trade. Ответ на этот вопрос особенно важен, поскольку снижение объёмов спроса на валюту в рамках данной стратегии приводит к ее ослаблению. Для ответа на данный вопрос мы проанализировали валюты основных развивающихся стран с точки зрения их привлекательности для carry-trade. Стандартным индикатором для этого является carry-to-risk ratio (отношение разности процентных ставок по 3-месячным депозитам к уровню волатильности национальной валюты). Подобный подход, например, использовался в публикации Банка международных расчетов “Evidence of carry trade activity” 2007 года. Чем выше данный показатель, тем более привлекательна валюта для carry-trade, поскольку он отражает потенциальный процентный доход с учетом корректировки на риск ослабления валюты.

Как видно из графика, уровень привлекательности российской валюты для операций carry-trade в последние 2,5 года оставался довольно стабильным несмотря на существенное (почти в 2 раза) снижение уровня ключевой ставки. Это связано с тем, что по мере снижения уровня ставок в экономике снижался и уровень волатильности валютного курса.





Ключевые процентные ставки в других развивающихся странах в ближайшие годы также будут снижаться, но медленнее, чем в России что также будет приводить к снижению привлекательности рубля для carry-trade.

В итоге текущий уровень волатильности близок к низким значениям, характерным для 2011-2013 гг., когда снижению волатильности курс ещё способствовали интервенции ЦБ. Более привлекательными, чем рубль, валютами для операций carry-trade остаются индийская рупия, турецкая лира и в 2017 году значительно повысилась популярность мексиканского песо.

В перспективе значение показателя risk-to-carry ratio для рубля будет снижаться, поскольку Банк России продолжит цикл смягчения монетарной политики по мере стабилизации инфляции около целевого значения в 4%. В то же время большой потенциал по снижению волатильности российской валюты отсутствует. Чтобы рубль продолжал активно использоваться в операциях carry-trade, отношение risk-to-carry должно оставаться выше, чем в прочих валютах. Полагаем, что при значении risk-to-carry ниже 0.4 привлекательность рубля для carry-trade существенно снизится. При текущих уровнях волатильности курса рубля значение 0.4 достигается при снижении спреда процентных ставок по 3-месячным депозитам до 4.8% при текущем значении спреда 6.4%. С учетом текущих прогнозов Нордеа Банк по динамике ключевых ставок в России и США сужение спреда до 4.8 может произойти к середине 2018 года. При снижении волатильности курса рубля до значений 2012-2013 гг. (сценарий, который мы считаем маловероятным), рубль сохранит привлекательность для операций carry-trade пока спред процентных ставок находится выше 4%, то есть до конца 2018 года.

### Покупка пут опционов как хедж против укрепления рубля

#### Идея:

Предлагаем рассмотреть стратегию по покупке пут опционов со страйком, подобранным таким образом, чтобы эффективный курс продажи валюты за рубли превышал бы текущий спот-курс на сумму уплаченной опционной премии (в пересчете на одну единицу валюты). То есть страйк опциона балансируется уплачиваемой по нему премией.

График выплат



Уровень страйка по такого рода сделкам устанавливается ниже форвардного курса, что существенно снижает сумму опционной премии в сравнении со страйком по форвардному курсу.

На фоне снижения волатильности рынка с одновременным сохранением высоких ставок вмененной доходности по форвардам предлагаемая стратегия может оказаться весьма привлекательной для компаний-экспортеров, желающих захеджировать валютные риски, но сохранить возможность участия в движении рынка в случае девальвации рубля.

#### Пример:

При спот-курсе USDRUB 58,00, уровень страйка по 12-мес. опциону пут, обеспечивающей разницу со спотом на уровне опционной премии – 60,75, что соответствует премии 4,75% годовых. Таким образом, покупатель опциона гарантированно получает право осуществить продажу долларов США по курсу не ниже 60,70.

#### Сценарии расчетов на примере опциона пут USDRUB на 12 месяцев

Страйк 60,75 при спот-курсе 58,00, премия 4,75% (2,75 рублей)

##### Сценарий №1. Укрепление рубля <60,75

Опцион исполняется по курсу 60,75. Уплаченная премия «отбивается» разницей спот-курса при исполнении и страйка. Максимальный-теоретический доход 60,75 рублей за доллар.

##### Сценарий №2. Ослабление рубля >60,75

Опцион не исполняется. Компания продает доллары по рыночному курсу. Расходы ограничены уплаченной премией за опцион (2,75 рублей). В случае роста USDRUB выше форвардного курса стратегия окажется более выигрышной по сравнению с продажей форварда.

##### Сценарий №3. Ослабление рубля от 58,00 до 60,75

Опцион не исполняется. Компания продает доллары по рыночному курсу. Расходы ограничены уплаченной премией за опцион (2,75 рублей).

Таблица индикативных котировок по EUR/RUB и USD/RUB

Валютная пара	Срок (мес.)	Опционная премия	Премия, RUB	Страйк	Страйк-Спот, RUB	Форвардный курс
USD/RUB, Реф. спот 58,00	12	4,75%	2,75	60,75	2,75	61,5
	24	5,20%	3,02	61	3	64,55
EUR/RUB, Реф. спот 68,50	12	6,40%	4,38	72,8	4,3	74,1
	24	6,40%	4,38	72,9	4,4	79,7

# Навигатор

## Инвестиционный блок АО Нордеа Банк

### Продажи

Москва +7 495 777 34 77

Савкин Илья (доб. тел. 1035)  
[ilia.savkin@nordea.ru](mailto:ilia.savkin@nordea.ru)

Амосов Степан (доб. тел. 1478)  
[stepan.amosov@nordea.ru](mailto:stepan.amosov@nordea.ru)

Куплайс Эдгар (доб. тел. 1484)  
[edgar.kuplais@nordea.ru](mailto:edgar.kuplais@nordea.ru)

Бурдун Елена (доб. тел. 4210)  
[elena.burdun@nordea.ru](mailto:elena.burdun@nordea.ru)

Евсикова Юлия (доб. тел. 1343)  
[yuliya.evsikova@nordea.ru](mailto:yuliya.evsikova@nordea.ru)

Коваленко Полина (доб. тел. 4270)  
[polina.kovalenko@nordea.ru](mailto:polina.kovalenko@nordea.ru)

Чипурной Михаил (доб. тел. 1216)  
[mikhail.chipurnoy@nordea.ru](mailto:mikhail.chipurnoy@nordea.ru)

Санкт-Петербург +7 812 635 70 85

Деревянных Александр (доб. тел. 108)  
[alexander.derevyannykh@nordea.ru](mailto:alexander.derevyannykh@nordea.ru)

Капитонов Михаил (доб. тел. 411)  
[mikhail.kapitonov@nordea.ru](mailto:mikhail.kapitonov@nordea.ru)

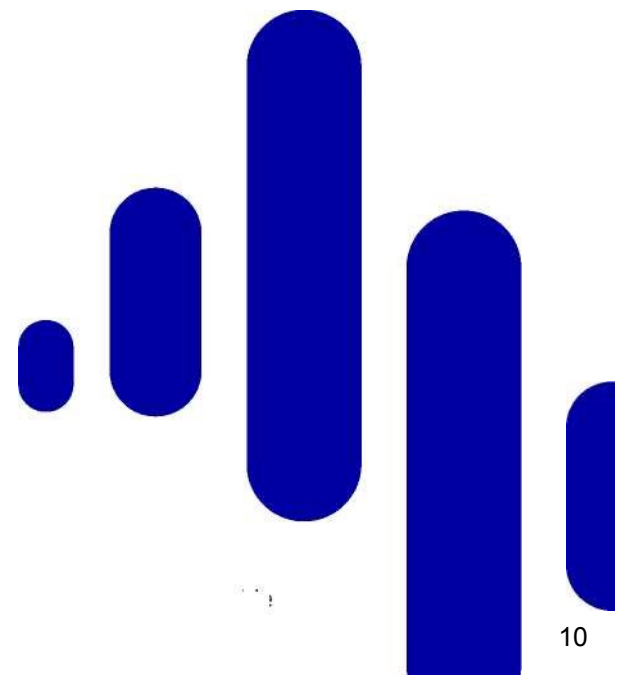
### Аналитика

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

Евдокимова Татьяна (доб. тел. 4194)  
[tatiana.evdokimova@nordea.ru](mailto:tatiana.evdokimova@nordea.ru)

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

# Nordea



# Навигатор

Nordea Markets является коммерческим наименованием осуществляющих операции на рынках капитала подразделений банковской группы, в которую входит Nordea Bank AB (publ), включая основной офис в Швеции и филиалы в Дании, Норвегии и Финляндии, а также АО «Нордеа Банк» (Россия).

Информация, изложенная в данном документе носит исключительно справочный характер и предназначена только для использования конкретным адресатом. Суждения, оценки и прочая информация, представленные в данном документе, выражают мнение Nordea Markets на момент его подготовки и могут быть изменены без дополнительного уведомления. Информация, представленная в данном документе, не является полным и исчерпывающим описанием каких-либо финансовых инструментов (сделок) и связанных с ними рисков, не должна подменять собой собственное суждение и результаты их оценки со стороны получателя данного документа.

Представленная в настоящем документе информация не содержит инвестиционные решения и не является основанием для их принятия, она не должна рассматриваться в качестве рекламы, консультации, побуждения к покупке или продаже каких-либо финансовых инструментов, а также предложения о совершении (согласия в совершении) какой-либо сделки. Содержащиеся в настоящем документе данные не должны отождествляться с конкретными инвестиционными проектами, финансовой ситуацией или определенными потребностями конкретного получателя данного документа.

Перед принятием любого инвестиционного и/или финансового решения получателю настоящего документа во всех случаях рекомендуется получить оценку и профессиональное суждение со стороны внешнего независимого консультанта. Любые результаты и показатели прошлых лет не являются гарантией получения аналогичных результатов и показателей в будущем. Сделки с финансовыми инструментами могут быть сопряжены с существенным риском убытков для лиц, заключающих такие сделки. Nordea Markets не несет и не будет нести ответственность за какие-либо убытки, связанные с такими сделками.

Nordea Markets не является (и не претендует на роль) консультантом по юридическим вопросам, вопросам налогообложения, бухгалтерского учета и/или регулирования в отношении любых юрисдикций, а также инвестиционным и финансовым советником в отношении получателя настоящего документа.

Данный документ не может быть воспроизведен, распространен и/или опубликован в любых целях без предварительного письменного согласия Nordea Markets.



Nordea