

Макроэкономическая конъюнктура

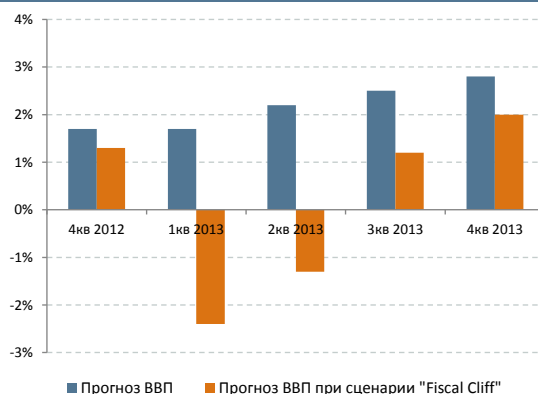
«В глазах остального мира мы можем выглядеть идиотами, но мы не самоубийцы»

(Уоррен Баффет)

Ноябрьские выборы в США завершились вполне ожидаемым результатом – Б. Обама остался президентом, республиканцы сохранили большинство в Палате Представителей Конгресса. По завершении выборов на первый план выступила проблема «фискального обрыва». Начавшиеся практически сразу после выборов переговоры продолжаются и по сей день – партии никак не могут согласовать позиции. Камнем преткновения служит вопрос повышения налогов/отмены налоговых льгот для богатых. Различия в подходах республиканцев и демократов заключаются в том, будет ли проблема решена в первую очередь за счет роста налогов при меньшем сокращении госрасходов (демократы), либо за счет сокращения госрасходов при меньшем росте налогов (республиканцы). Пока же, несмотря на сохраняющиеся разногласия, **Обама заявляет о способности решить проблему к Рождеству**. Что касается перспектив разрешения проблемы фискального обрыва, мы полностью поддерживаем мнение Уоррена Баффета, который заявил: «Я надеюсь, что что-нибудь будет сделано до 1 января, но я не ожидаю катастрофы, если этот срок немного сдвинется».

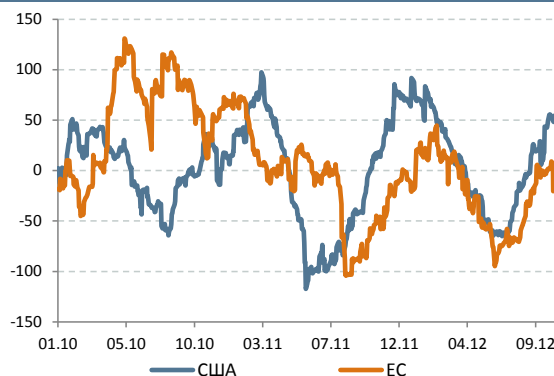
В случае реализации сценария «фискального обрыва» темпы роста американской экономики в 2013 г., замедлятся на 1,8 п.п. – до 0,5%, при этом в 1-2 кв. американскую экономику ожидает спад. Но и без «фискального обрыва» состояние экономики вызывает беспокойство – рост ВВП в 3 кв. на 2,7% в годовом выражении был обеспечен временными факторами – 0,7 п.п. роста внес рост расходов на оборону, еще 0,8 п.п. обеспечил рост запасов. В связи с нестабильностью роста ФРС на заседании 12 декабря, вероятно, примет решение о продлении или замене «Операции Твист», срок действия которой заканчивается в декабре. Основной вопрос – объемы новой программы. В самой ФРС нет единого мнения – речь может идти как о снижении объемов новой программы до 25 млрд долл. в месяц – как предлагает глава ФРБ Сент-Луиса Джеймс Булларад, так и о сохранении нынешних объемов в 45 млрд долл. (что, в совокупности с ежемесячным бессрочным выкупом ипотечных бумаг на 40 млрд долл., предполагает ежемесячные вливания в размере 85 млрд долл.)

Сценарий «фискального обрыва»



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Индекс макроэкономических сюрпризов



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



Мы полагаем, что состояние экономики и угроза «фискального обрыва» заставят ФРС, после завершения «Операции Твист», сохранить объемы выкупа на уровне 85 млрд долл., что станет краткосрочным драйвером для роста фондовых рынков.

Светлым пятном в экономической ситуации стало начало сезона распродаж – порядка 247 млн покупателей посетили магазины и веб-сайты ритейлеров в «черную пятницу» и первые выходные сезона, а общий объем расходов достиг рекордных 59,1 млрд долл., что на 13% больше по сравнению с 52,4 млрд долл. в прошлом году. При этом – количество покупателей не было столь высоким с 2006 г. На последние два месяца в году приходится до 40% выручки ритейлеров – таким образом, **позитивные результаты сезона распродаж можно считать первым признаком восстановления потребительского сектора.**

Греция продолжила испытывать терпение инвесторов. В ноябре Евросоюз так и не смог поставить точку в очередном этапе греческого кризиса. Лишь в последние дни месяца европейским политикам удалось договориться о сокращении госдолга Греции на 40 млрд евро и предоставлении долгожданного транша финпомощи. При этом окончательное одобрение перевода средств Афины смогут получить лишь 13-го декабря, и до этого момента им предстоит провести обратный выкуп бондов на сумму до 10 млрд евро. Озвученная правительством программа уже была позитивно оценена европейскими политиками, поэтому **в декабре вопрос с предоставлением помощи, по всей видимости, наконец-то будет закрыт, и тема греческого долга отойдет на второй план.** Однако маловероятно, что это окажет заметное влияние на настроения инвесторов, которые в последнее время и так с оптимизмом смотрят на ситуацию вокруг Греции, несмотря на многочисленные промедления.

Промышленность в Китае в ноябре продолжила демонстрировать признаки роста, однако дальнейшая судьба Поднебесной во многом зависит от исхода переговоров американских политиков по бюджету. Индекс менеджеров по закупкам в производственном секторе (PMI), рассчитываемый HSBC, в ноябре впервые с октября 2011 г. превысил порог в 50 пунктов и составил 50,5 пунктов, что указывает на ускорение темпов роста промышленности. Данные Национального Бюро Статистики также подтвердили ускорение экономики: 50,6 пунктов против 50,2 в октябре и 49,8 в сентябре. Вместе с тем наблюдающееся восстановление все еще неустойчиво, а одним из факторов его ускорения является смена политической власти в стране, традиционно сопровождающаяся ростом госрасходов. Тем не менее, если Штатам удастся мирно разрешить

Китайский рынок и цены на сталь



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Промышленность в Китае демонстрирует признаки восстановления



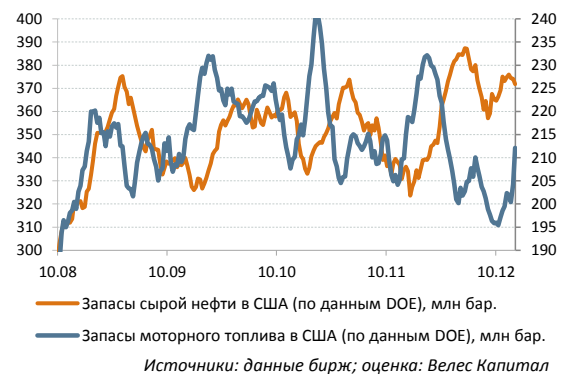
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



проблему «фискального обрыва», китайская экономика имеет все шансы продолжить набирать обороты в начале 2013 г. Новое правительство Поднебесной уже объявило о приверженности курсу повышения урбанизации, что поддержит рост внутреннего промпроизводства и благоприятно отразится на металлургической отрасли в целом. Поэтому мы рекомендуем обратить внимание на акции черных металлургов, поскольку они обладают неплохим потенциалом к росту в среднесрочной перспективе.

- Решение проблемы «фискального обрыва» станет определяющим и для динамики нефтяных котировок. Пока же стоит отметить, что начавшееся восстановление запасов моторного топлива в США не привело к существенному падению запасов сырой нефти, что оказывает краткосрочное давление на котировки. Тем не менее, чистая длинная позиция спекулянтов постепенно восстанавливается, но потенциал дальнейшего восстановления ограничен. Наиболее значимым макро-фактором для рынка нефти является начало восстановления темпов роста в Китае, которое уже оказывает влияние на импорт нефти, который в октябре вырос на 0,69 млн б/д., до 5,5 млн б/д. (на 14% г/г). Это самый высокий показатель импорта за последние двенадцать месяцев, превышающий на 29% зафиксированный в августе минимум. Спрос на нефть, как предполагается, составил чуть более 10 млн б/д. – что является третьим по величине показателем спроса на нефть в Китае за все время наблюдений. И все это несмотря на то, что еще в августе – сентябре Китай завершил заполнение хранилищ стратегического резерва (ранее дополнительный спрос, связанный с накоплением резервов составил 0,65 мб/д. и 0,51 мб/д. в 1 и 2 кв. соответственно, в июле закупки сократились до 0,1 мб/д.). Сохранение геополитической напряженности на Ближнем Востоке продолжит оказывать поддержку котировкам черного золота. В конце ноября Сенат США единогласно проголосовал за введение дополнительных санкций в отношении Ирана. Новый виток напряженности в отношениях с Ираном может быть приурочен к 13 декабря, когда состоится очередной раунд переговоров МАГАТЭ и Ирана в Тегеране. Заседание ОПЕК, запланированные на 12 декабря, скорее всего не принесет неожиданностей – как ранее сообщалось, генеральный секретарь ОПЕК Абдалла эль-Бадри не ожидает пересмотра квот на добычу по итогам заседания 12 декабря в Вене. «Я не ожидаю такого шага в это время. Объем поставок на рынок весьма велик. Все счастливы». Мы полагаем, что решение проблемы «фискального обрыва», рост напряженности в отношениях с Ираном и восстановление темпов роста в Китае поднимут котировки нефти выше 115 долл. за баррель марки Brent.

Запасы нефти и топлива в США



Спекулятивная позиция

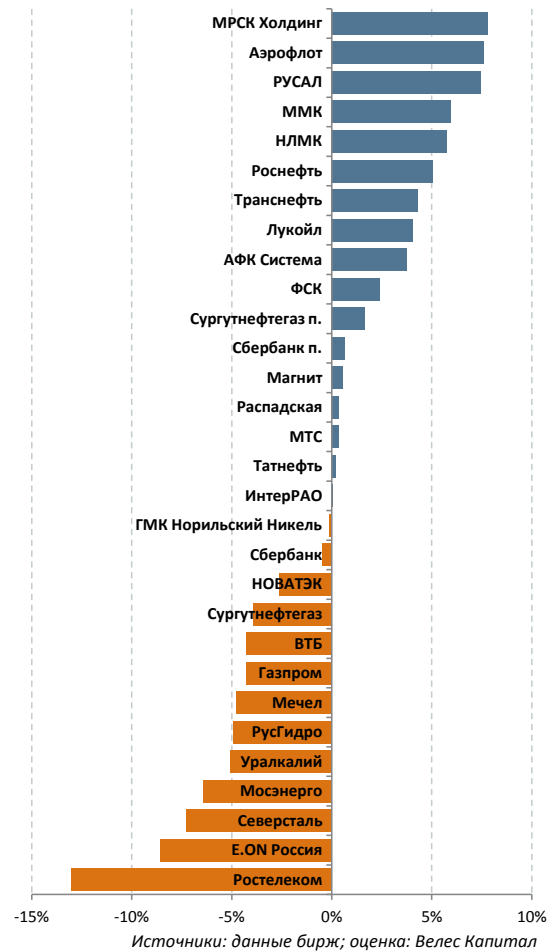




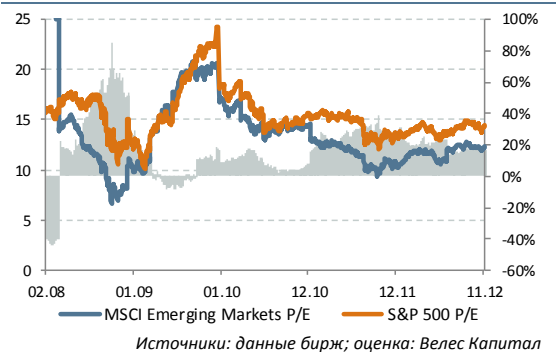
С технической точки зрения продолжающийся растущий тренд в S&P 500 позволяет уже в ближайшее время рассчитывать на выход индекса РТС из «треугольника», внутри которого российский рынок консолидируется уже на протяжении последних полутора лет. По результатам ноября рынки продемонстрировали лишь очень небольшой прирост – индекс РТС прибавил 0,64%, S&P 500 подорожал лишь на 0,58%. Основной причиной для столь умеренных темпов роста стала фиксация прибыли сразу после выборов в США. Тем не менее, отдельные бумаги продемонстрировали неплохую доходность. В первую очередь следует отметить начало серьезного движения в электроэнергетике – долгожданные подробности по реорганизации ФСК и МРСК Холдинга стали мощным драйвером для роста котировок обеих компаний. Осталась среди лидеров роста и Роснефть. **Ожидания восстановления темпов роста китайской экономики подстегнули акции металлургов – НЛМК, ММК и Русала.** Мы ожидаем, что в декабре среди лидеров останутся бумаги металлургических компаний – потенциал восстановления Китая еще далеко не отыгран в котировках металлургического сектора. Особенно стоит обратить внимание на Северсталь, значительную долю дохода которой приносит добывающее подразделение, что усилит ее позиции в условиях опережающего роста цен на сырье. **Разрешение корпоративного конфликта в Норникеле** предполагает наличие заметного потенциала укрепления котировок. Вероятный **рост дивидендов Норникеля** является также драйвером для Русала. В энергетическом секторе стоит обратить внимание на акции **ОГК-2** – размещение допэмиссии существенно выше рыночной цены акций создает дополнительную стоимость для «старых» акционеров. Приближение сроков отсечек по дивидендам ведет к постепенному росту спроса в дивидендных бумагах – стоит обратить внимание на префы Сургутнефтегаза, НКНХ и Татнефти, обыкновенные акции МТС и Акрона.

На внутреннем денежном рынке в ноябре существенных изменений, как, впрочем, и улучшений, не наблюдалось. С одной стороны, банки относительно безболезненно преодолели очередной налоговый период, с другой – после его окончания ставки межбанковского рынка совсем не торопятся вниз, а отрицательная величина чистой ликвидной позиции уверенно закрепилась на отметке выше 2 трлн руб. На текущий месяц основные ожидания участников рынка по-прежнему связаны с традиционным приходом в систему средств от исполнения бюджетных расходов в конце года. **Мы полагаем, что до этого момента индикативная межбанковская ставка MosPrime о/п останется в диапазоне 6,0-6,5% годовых, а отрицательная величина чистой ликвидной позиции может «протестировать» в налоговый период отметку**

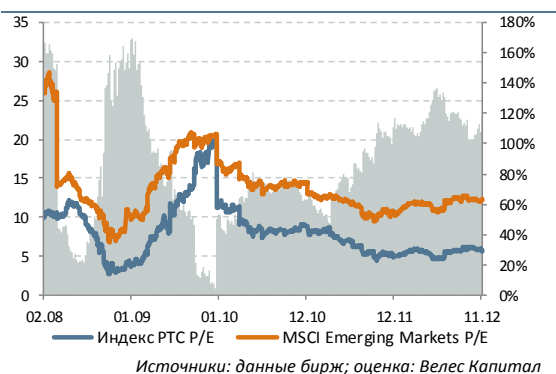
Лидеры и аутсайдеры российского рынка



Рисковая премия постепенно сокращается



Россия отстает





в 2,5 трлн руб. При этом даже в случае поступления в банковскую систему средств от исполнения бюджета до конца текущего года положительный эффект от данного события ставки денежного рынка ощутят в полной мере лишь в январе следующего года.

К началу декабря рублю удалось окончательно оттеснить американскую валюту ниже уровня в 31 руб., чему в немалой степени способствовал прогресс в решении греческих проблем. Впрочем, положительный эффект от данного события рынки, в том числе валютный, в значительной мере уже отыграли. **Основной угрозой для отечественной валюты в декабре остается достаточно крупный объем выплат по российскому внешнему долгу, преимущественно корпоративного сектора.** Однако мы по-прежнему считаем, что негативный эффект для рубля от данного события будет носить локальный характер. В свою очередь, ожидаемый приток рублевой ликвидности от уже традиционного форсированного исполнения расходной части бюджета в конце года с учетом текущего значения чистой отрицательной ликвидной позиции банковского сектора также не несет угроз для рубля. **С учетом вышеперечисленных факторов мы ожидаем увидеть пару рубль/доллар к концу текущего года в диапазоне 31,0-31,5 руб., однако в случае позитивного сценария в развитии ситуации с американским бюджетом доллару вряд ли удастся вернуть рубеж в 31 руб.**

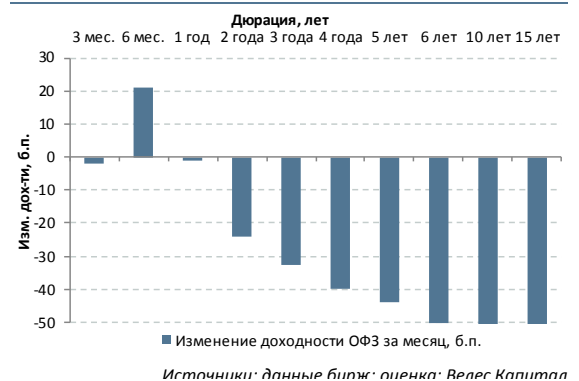
На внутреннем долговом рынке в ноябре продолжилось ралли в госбумагах. В начале месяца ФСФР наделило НРД статусом Центрального депозитария, что сняло последний барьер для допуска международных расчетных систем на российский рынок. Эта новость придала рынку рублевого долга новый импульс к росту. **Снижение доходности ОФЗ в ноябре вновь составило около 30 б.п. на участке с дюрацией 2-3 года и до 50 б.п. на длинном конце кривой.** Корпоративные бумаги при этом не успели в полной мере отыграть идею либерализации, поэтому сохранили потенциал к росту. **Среди бумаг 1-го эшелона как наиболее интересные мы выделяем займы ФСК, РЖД; во 2-м эшелона: НОВАТЭК, МТС, Вымпелком, МКБ.** Отдельно отметим металлургический сектор. Здесь, на наш взгляд, интересно выглядят бумаги НЛМК, предлагающие премию к ОФЗ в 150-180 б.п., несмотря на инвестиционный уровень кредитного рейтинга. На горизонте нескольких месяцев, в случае улучшения ситуации на сырьевом рынке, покупки могут последовать в займах Евраз, Северстали и ММК.

Иван Манаенко, Анна Соболева, Василий Танурков
bonds@veles-capital.ru

Бивалютная корзина и Brent



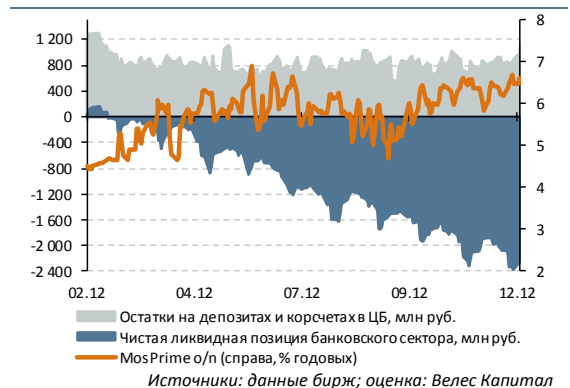
Изменение доходности ОФЗ в ноябре



Индекс ММВБ-облигации, 2012 г.



Ликвидность





S&P 500 – восходящий тренд продолжается, РТС – готовится к выходу из треугольника.





Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком(ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика(ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика(ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании.

© Велес Капитал 2012 г.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в Аналитическое управление ИК «Велес Капитал».



Управление по работе с долговыми обязательствами

Евгений Шиленков
Директор департамента активных операций
EShilenkov@veles-capital.ru

Екатерина Писаренко
Начальник управления
EPisarenko@veles-capital.ru

Оксана Теличко
Зам. начальника управления
OSolonchenko@veles-capital.ru

Антон Павлючук
Начальник отдела по работе с облигациями
APavlyuchuk@veles-capital.ru

Алена Шеметова
AShemetova@veles-capital.ru
Зам. нач. отдела по работе с облигациями

Оксана Степанова
зам. нач. отдела по работе с облигациями
OStepanova@veles-capital.ru

Елена Рукинова
Специалист по работе с облигациями
ERukinova@veles-capital.ru

Мурад Султанов
Специалист по работе с еврооблигациями
MSultanov@veles-capital.ru

Михаил Мамонов
Начальник отдела по работе с векселями
MMamonov@veles-capital.ru

Ольга Боголюбова
Специалист по работе с векселями
OBogolubova@veles-capital.ru

Юлия Шабалина
Специалист по работе с векселями
YShabalina@veles-capital.ru

Тарас Ковальчук
Специалист по работе с векселями
TKovalchuk@veles-capital.ru

Аналитический департамент

Иван Манаенко
Директор департамента
IManaenko@veles-capital.ru

Айрат Халиков
Металлургия, Машиностроение
AKhalikov@veles-capital.ru

Василий Танурков
Нефть и газ, Химия и удобрения
VTanurkov@veles-capital.ru

Юрий Кравченко
Банковский сектор, Денежный рынок
YKravchenko@veles-capital.ru

Анна Соболева
Долговые рынки
ASoboleva@veles-capital.ru

Александр Костюков
Электроэнергетика, Потребительский сектор
AKostikov@veles-capital.ru

Россия, Москва, 123610,
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18
Телефон: +7 (495) 258 1988, факс: +7 (495) 258 1989
www.veles-capital.ru

Украина, Киев, 01025, Б. Житомирская ул., д. 20
Телефон: +38 (044) 459 0250, факс: +38 (044) 459 0251
www.veles-capital.ua