

Макроэкономическая конъюнктура

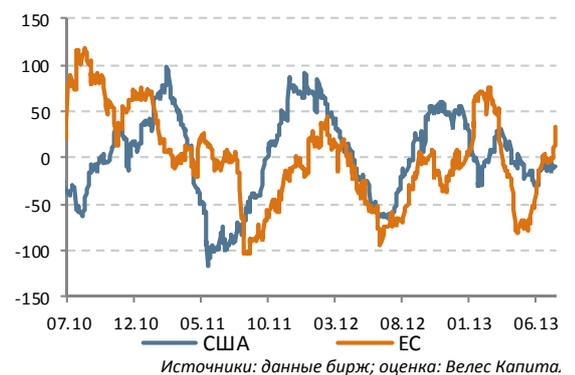
Прямая и явная угроза

- Страсти вокруг грядущего сворачивания QE3 немного поутихли, чему в немалой степени поспособствовал Б. Бернанке. Выступая с полугодовым отчетом по монетарной политике перед Конгрессом, глава ФРС подчеркнул, что для снижения объема выкупа гособлигаций потребуется сильное улучшение макроэкономических индикаторов, а завершение программы не означает одномоментное повышение ставки. Вместе с тем в словах Бернанке содержались и намеки на то, что Комитет по открытым рынкам уже в сентябре рассмотрит вопрос о сворачивании QE3, поэтому пока эту тему рано списывать со счетов. Мы полагаем, что ближе к концу августа на рынках вновь начнет расти нервозность из-за возможного уменьшения программы покупки, в особенности в случае выхода хороших данных по занятости в начале месяца.
- Также стоит отметить, что если решение о начале завершения QE3, которое по нашим ожиданиям произойдет до конца текущего года, будет принято под руководством Б. Бернанке, то повышение ставок денежного рынка будет происходить уже при следующем главе ФРС (после 31 января 2014 г.). Поэтому обещания не повышать учетную ставку вместе с завершением QE3 бесполезны. Преемник же будет назван в ближайшие месяцы, и не все потенциальные кандидаты разделяют ультрамягкие взгляды Бернанке на монетарную политику. Поэтому предстоящее назначение нового главы Фредрезерва может стать еще одной темой для беспокойств в ближайшие несколько месяцев.
- Еще одним фактором риска, правда, в более длительной перспективе, станет рост инфляции в США, что неминуемо приведет к ускорению оттока капитала из Treasuries. Процесс делевериджа в США подходит к концу, что вкупе с выросшей вследствие проводимой ФРС программы количественного смягчения денежной массой практически неизбежно приведет в ближайшие годы к существенному ускорению инфляции. Возвращение скорости обращения денег, рекордно снизившейся в процессе делевериджа, к нормальным значениям способно породить ее резкий всплеск – так, возврат к долгосрочному среднему значению скорости

Динамика доходности Treasuries



Индекс экономических сюрпризов



Скорость оборота денег в США находится на историческом минимуме



Данные аналитические материалы ИК «Велес Капитал» могут быть использованы только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты приведенной в них информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов не по назначению. Данный документ не может рассматриваться как основание для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг.

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 2013г.



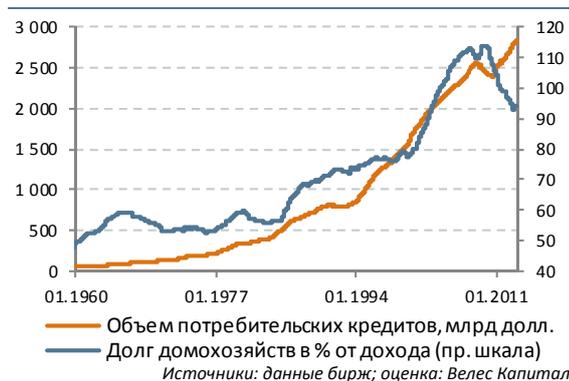
обращения агрегата M2 в 1,78 от нынешнего уровня в течение двух лет означает рост скорости обращения на 8% в год. Даже при достижении ВВП темпов роста в 3,5%, инфляция в этом случае составит 4,5% в год. Сигналом же близкого окончания делевериджа служит рекордно низкое соотношение стоимости обслуживания долга домохозяйств к личному располагаемому доходу и восстановившиеся начиная с 2011 г. темпы роста потребительского кредитования.

- Европа в июле оставалась в тени событий в США, хотя из Греции и Португалии поступали неутешительные сигналы. Так, Афины по-прежнему продолжают затягивать с выполнением требований кредиторов, к тому же Еврокомиссия нашла очередную «дыру» в бюджете, что потребует выделения стране дополнительных 11 млрд евро в 2014-2015 гг. В Португалии обострился политический кризис из-за непопулярных мер экономии, едва не переросший в роспуск парламента. Таким образом, кризис в Европе по-прежнему тлеет и может в любой момент разгореться с новой силой. К тому же в начале сентября в Германии пройдут парламентские выборы, после которых многие эксперты не исключают перемен в риторике ЕЦБ, поэтому в преддверии этого события возможно усиление нервозности.

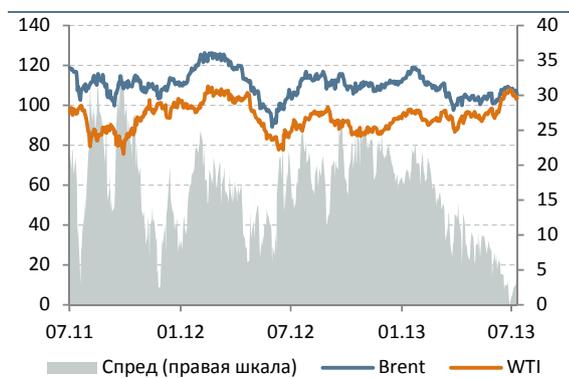
- Китай остается скрытой угрозой для финансовых рынков, несмотря на то, что китайские власти уверены в способности добиться запланированного роста экономики в этом году в 7,5% благодаря устойчивому увеличению инвестиций. Власти поднебесной намерены обеспечить стабильный рост инвестиций в недвижимость за счет создания долгосрочного механизма здорового развития рынка жилья. Китай намерен продолжать реформирование налогового и земельного законодательства, а также системы регистрации граждан, которая в настоящее время ограничивает переселение граждан из сельских регионов в города. Тем не менее сокращение объемов кредитования большой четверкой китайских банков в июле на фоне падения депозитов внушает опасения, что проблемы в китайской экономике могут оказаться глубже, чем ожидают правительство и эксперты.

- Основной угрозой для котировок нефти остается перспектива начала сворачивания программы количественного смягчения в США уже в сентябре. Тем не менее сохраняется ряд факторов, которые способны удержать котировки нефти от резкого падения в августе. Среди геополитических факторов - проблемы в Ливии, где конфликт рабочих и предпринимателей из-за усилившихся проблем с безопасностью и перебои в поставках электроэнергии ведут к снижению поставок

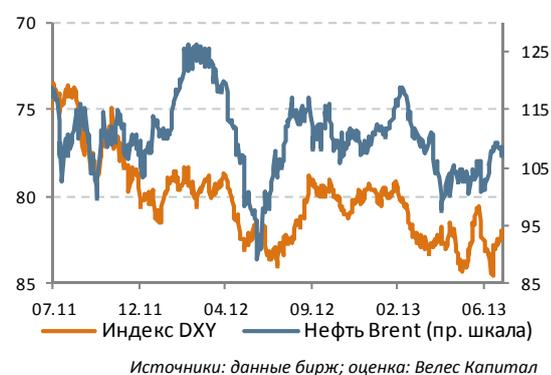
Процесс делевериджа в США приближается к концу



Спред WTI и Brent



Соотношение курса доллара и цены Brent



Запасы нефти и моторного топлива





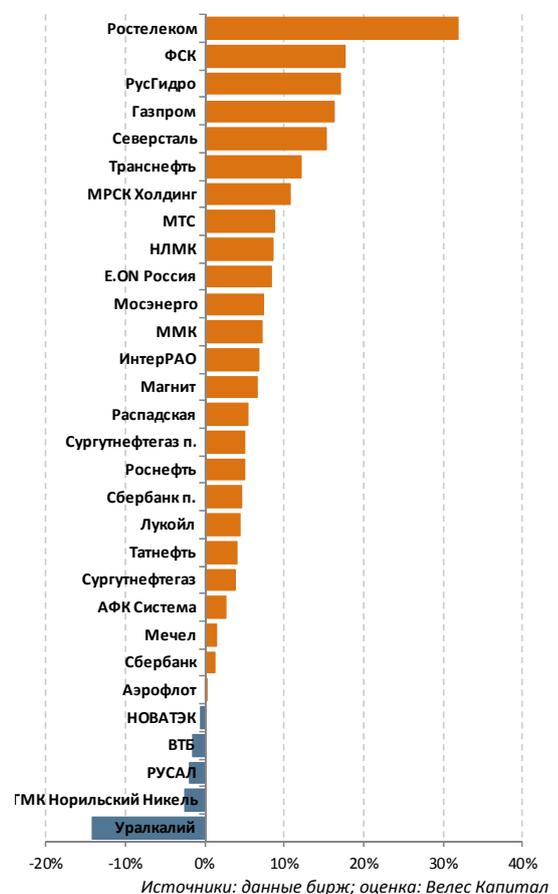
(по данным МЭА, эти причины привели к снижению поставок из Ливии на 200 кб/д); проблемы в Нигерии, где ущерб, наносимый инфраструктуре масштабным воровством нефти, оказывает серьезный негативный эффект на объем поставок; напряженность в Египте. При этом Международное Энергетическое Агентство повысило прогнозы по росту спроса на 2013 г. до 90,8 мб/д и на 2014 г. до 92 мб/д. В своих прогнозах МЭА опирается на оценки МВФ, согласно которым рост мировой экономики составит 3,3% в 2013 г. и 4% – в 2014 г. По нашему мнению, сохранение темпов роста мирового ВВП выше 3% предполагает сохранение восходящего тренда в котировках нефти в среднесрочной перспективе. Дополнительным фактором в пользу «быков» являются прогнозы метеорологов – ожидается, что текущая осень будет богата на шторма и ураганы (сезон ураганов в Атлантике может стать самым мощным и активным за последние 10 лет), которые могут привести к перебоям с поставками, что будет отражаться в росте рискованной премии котировок нефти. **В августе мы не ожидаем резких изменений котировок нефти, которые, по нашему мнению, останутся в рамках диапазона 100-105 долл. за баррель.**

- Резкая реакция инвесторов на угрозу сворачивания QE в июне, сопровождавшаяся падением фондовых индексов, позволила в июле большей части бумаг на российском рынке продемонстрировать рост благодаря эффекту низкой базы. Рост CDS на Россию (которые находятся вблизи исторических максимумов) отражает завышенную оценку рисков инвестиций в российский рынок с точки зрения иностранных инвесторов. Среди бумаг, продемонстрировавших максимальные темпы роста оказались high-beta сектора – энергетики и металлургии. На фоне роста экспорта газа в Европу произошел перелом долгосрочного нисходящего тренда в акциях Газпрома. В конце месяца резко выделились бумаги химического сектора, обвалившиеся вслед за Уралкалием, объявившим о прекращении сотрудничества с БКК, что фактически означает разрушение дуополии на рынке калия и начало ценовой войны. Основной угрозой для российского фондового рынка остается вероятность начала сворачивания QE в сентябре. Тем не менее мы полагаем, что рынку грозит падение в конце августа - начале октября, а до тех пор у инвесторов есть возможность заработать на тщательном отборе объектов для покупок. **Обвал акций химических компаний предоставляет хорошую возможность для покупок акций ФосАгро** – возможное снижение цен на калий скорее пойдет на пользу компании, закупающей калий в качестве сырья для сложных удобрений. На фоне **сохраняющейся угрозы дальнейшего ослабления рубля остаются привлекательными акции**

Длинные позиции спекулянтов



Лидеры и аутсайдеры российского рынка



Рисковая премия вернулась к максимумам





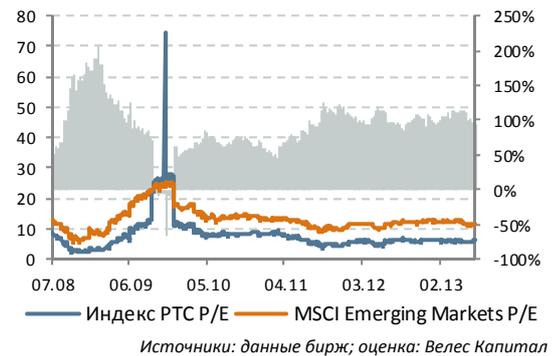
Сургутнефтегаза. С технической точки зрения мы бы рекомендовали обратить внимание на акции ОГК-2 (фундаментально привлекательной благодаря действенной программе сокращения издержек), АФК Система, МТС, Аэрофлот.

В свете угрозы скорого завершения программы количественного смягчения в США перспективы рубля на конец лета – начало осени остаются достаточно туманными. Несмотря на то, что в целом инвесторы смирились и готовы к завершению QE, «отмашка» американских финансовых властей к непосредственному сворачиванию программы может вызвать серьезную волну распродаж на торговых площадках и существенно укрепить позиции американской валюты, в том числе и на российском рынке. В случае появления очевидных сигналов о начале сворачивания QE американской валюте будет вполне по силам обосноваться выше 33 руб. и проложить путь к отметке в 34 руб. При этом даже если непосредственные шаги по завершению программы будут отложены с осени на более длительный период, угроза начала данной процедуры будет по-прежнему довлеть над торговыми площадками и отечественной валютой, шансы которой вернуться на рубеж в 32 руб. против доллара в ближайшие месяцы выглядят минимальными.

Ждать улучшения ситуации на внутреннем денежном рынке участникам также не приходится. Ликвидность, уходящая на уплату очередных налоговых платежей, по-прежнему не восстанавливается в полном объеме от бюджетных поступлений в начале месяца, а ставки денежного рынка, соответственно, не успевают должным образом корректироваться (в июле индикативная MosPrime o/n продержалась ниже 6% годовых лишь несколько дней в начале месяца). Надежды на снижение ключевых процентных ставок ЦБ остаются достаточно призрачными, в то время как последний шаг регулятора по смягчению денежно-кредитной политики (введение нового кредитного аукциона под залог нерыночных активов по плавающей ставке) в лучшем случае сможет лишь снизить нагрузку на рыночное обеспечение банков, используемое на аукционах РЕПО, но не повлиять фундаментально на ставки. Все это сопровождается в последнее время ослаблением рубля с сопутствующими валютными интервенциями Банка России (продающего с 10-го июня на рынке порядка 200 млн долл. почти каждый день), абсорбирующими и без того дефицитную рублевую ликвидность.

В июле ситуация на рынке рублевого долга пришла в равновесное состояние. Поводом тому послужили и традиционное летнее снижение торговой активности, и стабилизация ситуации на внешних площадках, в

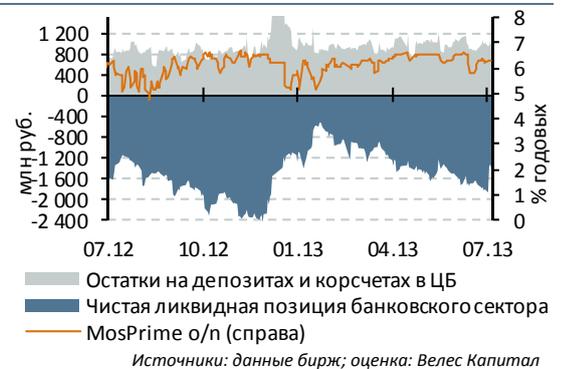
Россия продолжает отставать



PTC и CDS на Россию



Ликвидность



Индекс ММВБ облигации



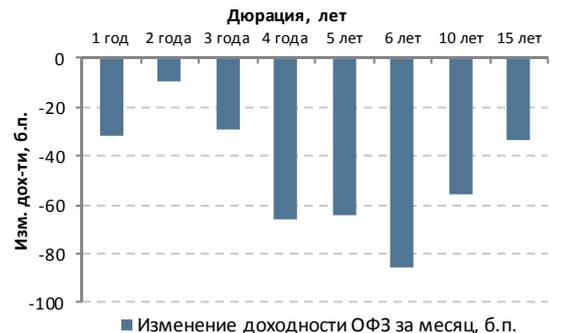


частности, прекращение бегства из UST. Это позволило ОФЗ отыграть потери предыдущего месяца. Доходность госзаймов снизилась на 30-60 б.п., вернувшись на уровень начала лета. В корпоративном сегменте торговая активность была невысокой, а те немногочисленные сделки, которые наблюдались, проходили с небольшим снижением цены. При этом первичные выпуски, напротив, пользовались спросом. В частности, НЛМК и ММК, разместившимся в конце месяца, удалось привлечь займы без премии ко вторичному рынку. Стоит также отдельно отметить, что в июле рост активности наблюдался и в муниципальных займах. Уже прошли размещения Республики Карелия, Новосибирска и Ярославской области, и еще готовятся к выходу на внутренний рынок займы Белгородской и Самарской областей.

- Мы не видим предпосылок к изменению ситуации на внутреннем рынке в августе. Основной объем ликвидности на вторичном рынке будет сосредоточен в сегменте госзаймов, которые продолжают реагировать на новости с внешних площадок. Поэтому во второй половине месяца возможен рост доходности на ожиданиях сворачивания QE и предстоящих выборов в Германии. В корпоративном сегменте активность останется низкой. Учитывая возможный рост суверенной кривой во 2-м полугодии в случае реализации сценария начала сворачивания QE3 в сентябре, рекомендуем «переждать» период неопределенности в коротких выпусках. Наиболее привлекательно, на наш взгляд, выглядят Акрон-3, МТС-3, Зенит-8, БО-3, НОМОС БО-3, Промсвязьбанк БО-3, РСХБ-15. Также ожидаем продолжения размещений муниципальных займов, что может быть интересно инвесторам с долгосрочным горизонтом вложения.

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

Изменение доходности ОФЗ за месяц



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



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 2013 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

Юлия Фрумкина
Потребительский сектор
YFrumkina@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