

## Макроэкономическая конъюнктура

### Время упустишь - урожаем потеряешь

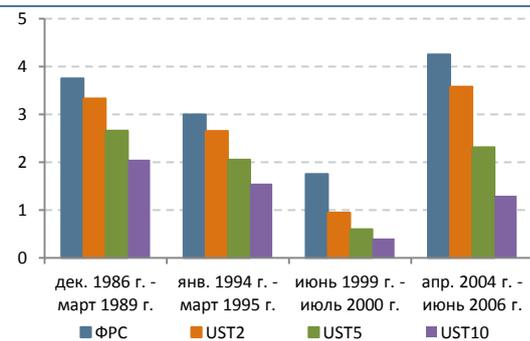
- США.** На июньском заседании ФРС все-таки объявил о предстоящем повышении процентной ставки, однако это будет происходить медленно, поэтому новость не вызвала панической реакции на рынках. Согласно текущим ожиданиям Комитета, к концу 2015 г. ключевая ставка может подняться до 1,25%, а еще через год до 2,5%. В целом, такой график выглядит неагрессивным, поэтому выход из стимулирующей политики, вероятно, будет плавным.
- С другой стороны, рост инфляционного давления в последние месяцы, сопровождающийся слабостью экономики, вызывает опасения. Инфляция в мае поднялась до 2,1%, хотя в долгосрочной перспективе ФРС по-прежнему верит в сохранение темпов роста потребительских цен вблизи таргетируемого уровня. Вместе с тем, последняя оценка ВВП оказалась угрожающей: падение экономики в 1-м квартале составило 2,9%, хотя ожидался пересмотр с -1% до -1,9%. Причем пересмотру подверглась ключевая компонента ВВП – потребительский спрос. Рост был пересмотрен с 3,1% до 1%, что, впрочем, связано с неблагоприятными погодными условиями в начале года. **Последние данные по потребительской уверенности и динамике розничных продаж подтверждают, что после провального 1-го квартала показатели вернулись на прежний уровень. Следовательно, уже во 2-м квартале вероятно улучшение данных по ВВП.** В ближайшие месяцы повышенное внимание игроки продолжат уделять статистике по США. Ускорение инфляции или появления признаков слабости экономики может вызвать негативную реакцию в свете постепенного сворачивания стимулирующей программы.

Изменение потребительского спроса и индекса уверенности



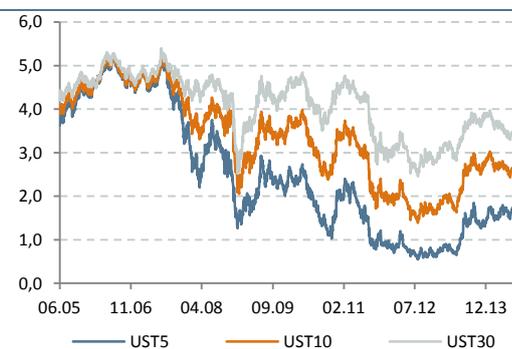
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Изменение доходности UST при повышении ставки ФРС



Источники: Reuters; оценка: Велес Капитал

Динамика доходности UST



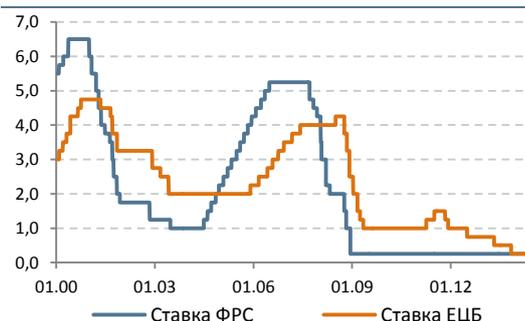
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



■ **ЕС.** Единственным заметным событием в Европе в июне было заседания ЕЦБ, на котором было принято решение о запуске масштабной стимулирующей программы. Поскольку ее эффект можно будет ощутить лишь спустя несколько месяцев, инвесторы продолжают следить за поступающими макроиндикаторами по Европе, однако они вряд ли будут служить сильными драйверами. **В то же время, есть шансы на то, что ЕЦБ в ближайшее время объявит о начале выкупа активов (аналог QE), что станет дополнительным поводом для оптимизма.** Инфляция в зоне евро по-прежнему остается низкой – 0,5% в годовом выражении по данным за июнь, поэтому шансы на дальнейшее расширение набора стимулирующих мер мы оцениваем как высокие. Еще одним фактором может послужить курс евро. Регулятор признает, что текущий уровень в 1,36 долл. за 1 евро является слишком высоким. Более комфортным представители Центробанка считают уровень в 1,25 долл.

■ **Нефть.** В июне геополитический фактор оставался основным драйвером динамики нефтяных котировок. Эскалация гражданской войны в Ираке вызвала заметный подъем нефтяных котировок выше 114 долл. за баррель марки Brent. Боевики ИГИЛ (Исламское Государство Ирака и Леванта) захватили ряд крупных городов на севере Ирака, несколько месторождений нефти и крупнейшую авиабазу в стране, а также один из крупнейших нефтеперерабатывающих заводов Ирака в городе Байджи. Несмотря на все успехи ИГИЛ, рост котировок нефти носил временный характер – **крупнейшие месторождения нефти на юге страны остаются вне досягаемости боевиков** (южная часть Ирака, не затронутая волнениями, обеспечивает 75% всей добычи нефти в стране, через южные терминалы осуществляется 85% иракского нефтяного экспорта). Иракский Курдистан – второй по важности нефтеносный район на северо-востоке Ирака – так же успешно обороняется силами курдской самообороны – пешмерга. **После перехода иракских войск к наступлению, а также появлению новостей об открытии двух последних терминалов в Ливии, находившихся под контролем повстанцев с прошлого лета, нефтяные котировки вернулись к уровням в 110 долл. за баррель марки Brent.** Против нефти также играет снизившаяся вероятность военного вмешательства России в конфликт на востоке Украины. Таким образом, к началу июля геополитическая ситуация складывается не в пользу

Динамика учетной ставки ФРС и ЕЦБ



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Динамику курса EUR



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Индекс экономических сюрпризов



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Рисковая премия на максимумах



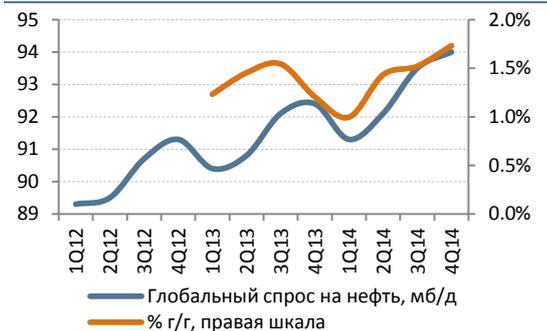
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



нефти. **Дополнительным фактором, способным снизить котировки до конца месяца являются переговоры по иранской ядерной программе: шестерка стран начала в Вене новый раунд переговоров с Ираном, который должен завершиться к 20 июля.** Уверенности в том, что договоренности будут достигнуты все же нет, крайний срок может быть при необходимости перенесен на шесть месяцев. Тем не менее, многие надеются, что после 20 июля значительная часть экономических санкций может быть окончательно отменена — в частности, ослаблены ограничения на деятельность Центрального банка Ирана, на сотрудничество западных компаний с энергетическими и технологическими компаниями страны. Достижению скорейшего соглашения с Ираном может поспособствовать обострение ситуации в Ираке – США могут пойти на некоторые уступки в связи с необходимостью помощи Ирана в деле подавления зарождающегося исламского халифата. Мы полагаем, что под влиянием перечисленных геополитических факторов **котировки нефти в июле могут опуститься ниже 110 долл. за баррель, оставаясь при этом в рамках сложившегося диапазона в 105-115 долл. за баррель марки брент.**

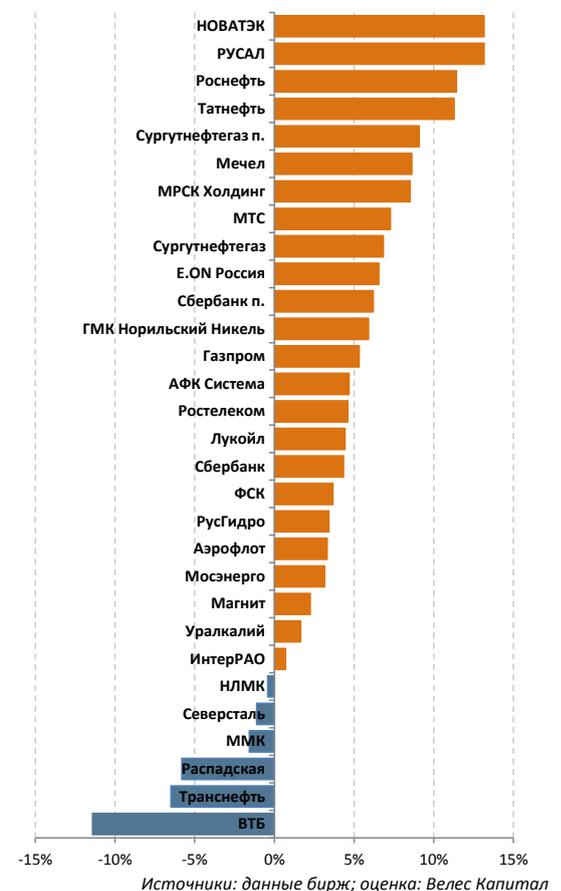
📌 **Фондовый рынок.** К концу июня российский фондовый рынок полностью отыграл «крымское» падение и дивидендные идеи. Дивидендные отсечки по ряду бумаг уже прошли, во второй половине июля сезон дивидендов практически завершится. По нашему мнению, на текущий момент дивидендное ралли, по большей части, состоялось и **пришло время фиксировать прибыль в дивидендных бумагах.** При этом сохраняющиеся проблемы в российской экономике, геополитические угрозы (в первую очередь связанные с Украиной), а также перегретость американского рынка и угроза существенно более раннего, чем ожидается рынком, перехода ФРС к повышению ставок **делают покупку акций в июле достаточно рискованным мероприятием.** Но даже в этих условиях **есть возможность выгодных вложений на среднесрочную перспективу при условии тщательного отбора бумаг.** Среди наших фаворитов бумаги, способные показать выдающуюся доходность если не в июле, то, по меньшей мере, до конца года. **Впервые с момента распада калийного картеля летом прошлого года мы рекомендуем обратить внимание на акции Уралкалия.** Отказавшись от стратегии максимизации выпуска любой ценой и скорректировав планы по выпуску с целью удержания цен на хлоркалий, компания дала ясный сигнал рынку, который окажет поддержку ценам на хлоркалий в глобальном масштабе. Также решение Уралкалия

Глобальный спрос на нефть, мб/д



Источники: данные МЭА; оценка: Велес Капитал

Лидеры и аутсайдеры российского рынка



Индекс ММВБ облигации



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

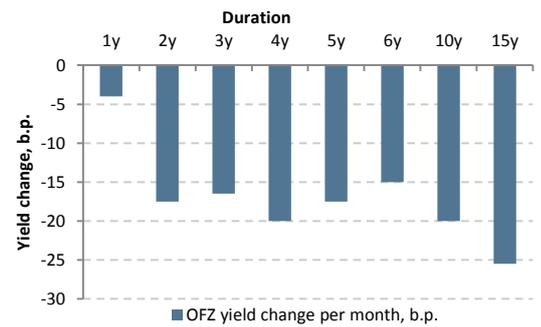


указывает на понимание необходимости восстановления картеля. Согласно комментариям руководства компании, переговоры с белорусской стороной по вопросу восстановления калийного картеля проходят достаточно успешно, хотя пока что не удалось согласовать вопрос распределения квот. Перспектива восстановления картеля становится постепенно все более осязаемой. До конца года могут появиться новости, способные привести к существенному росту котировок акций Уралкалия. Отметим, что цены на хлоркалий существенно отстали от цен на фосфатные удобрения. После роста цен на фосфаты с начала года соотношение MOP/DAP составляет 0,75 по сравнению с историческим 0,9, что предполагает потенциал роста цен на калийные удобрения порядка 18% (без возможного благоприятного эффекта от восстановления картеля). Кроме того, динамика акций Уралкалия существенно отстала от конкурентов, большинство из которых уже отыграли большую часть шокового падения котировок после объявления о распаде калийного картеля. Мы полагаем, что потенциал догоняющего роста котировок акций Уралкалия, даже без эффекта от восстановления картеля, составляет порядка 33%.

**Следует также обратить внимание на акции Башнефти** – судя по поступающим новостям, помешать SPO компании в Лондоне сможет только резкое ухудшение конъюнктуры рынка. 14 августа Башнефть проведет внеочередное собрание акционеров в заочной форме, входе которого будет рассмотрен договор об андеррайтинге с Morgan Stanley, Barclays и Сбербанк CIB. Совет директоров в рамках SPO уже одобрил депозитарное соглашение с Ситибанком. Несмотря на то, что SPO играет в первую очередь в пользу обыкновенных акций, мы рекомендуем обратить внимание также и на несколько отставшие (после отсечки по дивидендам) привилегированные акции Башнефти.

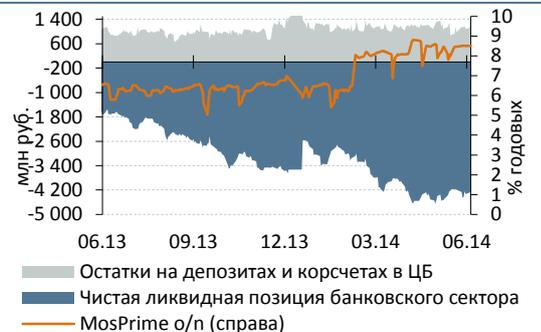
Россети могут предоставить в управление французской ERDF еще один сетевой актив. На данный момент обсуждается передача Кубаньэнерго и **МРСК Юга**. ERDF получила в управление Томскую распределительную компанию в середине 2011 г. и с тех пор заметно улучшила ее финансовое состояние. Также Россети в начале декабря прошлого года заявляли о том, что могут передать часть активов в управление иностранным компаниям. Для самой французской компании управление российскими сетями может стать неплохой подготовкой в преддверии запланированной на этот год приватизации одной из дочек Россетей. Россети и EDRF 2 июля подписали меморандум о расширении сотрудничества в области развития

### Изменение доходности ОФЗ за месяц



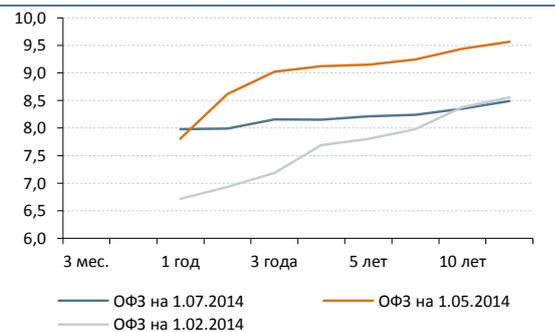
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

### Ликвидность



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

### Динамика кривой ОФЗ



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



распределительного электросетевого комплекса России, который может ускорить передачу одну из региональных МРСК в управление французской компании.

■ **Денежный рынок.** На денежном рынке в июне участники чувствовали себя относительно комфортно. Большую часть налогового периода индикативная межбанковская ставка MosPrime o/n стабильно «стояла» на уровне 8,5% годовых, при этом оттоки ликвидности на платежи компенсировались поступлениями из бюджета. Нетто-приток ликвидности по бюджетному каналу в июне составил 112,3 млрд руб. (в мае — 145,3 млрд руб., в апреле — 21,9 млрд руб.). В результате в течение июня можно было наблюдать такие нестандартные для 2014 г. ситуации, когда спрос одновременно на аукционах РЕПО ЦБ и депозитных аукционах Федерального казначейства оказывался заметно ниже объема предложения.

Мы полагаем, что если в июле бюджет продолжит аккумулировать нетто-приток ликвидности в банковскую систему, то обстановка на денежном рынке не претерпит существенных изменений. Отрицательная чистая ликвидная позиция банковского сектора (чистый долг банков перед ЦБ и Росказначейством) сохранится на уровне 4,1-4,5 трлн руб. В свою очередь, рост индикативной межбанковской ставки MosPrime o/n в период налоговых платежей ограничится диапазоном 8,50-8,70% годовых.

Июньское заседание Банка России не преподнесло участникам рынка сюрпризов в отношении процентных ставок, которые регулятор оставил без изменений. В то же время ЦБ пригрозил повышением ключевой ставки в случае превышения темпами инфляции запланированных уровней «в среднесрочной перспективе». Напомним, что в предыдущий раз, когда ставка была повышена до 7,50%, регулятор лишь отметил, что не намерен снижать ключевую ставку в ближайшие месяцы.

Мы по-прежнему полагаем, что в настоящее время риски ужесточения текущей денежно-кредитной политики выглядят гораздо весомее вероятности смягчения. Риторика ЦБ на последних заседаниях позволяет предположить, что снижение ставок рынок может не увидеть вплоть до 2015 г., и сохранение текущих уровней процентной политики без дальнейшего повышения ставок до конца года можно рассматривать в качестве «позитивного» сценария.

Для российского рубля июнь в целом прошел положительно. По итогам месяца пара доллар/рубли потеряла более 90 коп., и в конце июня опускалась на



несколько дней даже ниже 34 руб. Впрочем, в течение месяца были и довольно неприятные периоды для отечественной валюты, связанные главным образом с обострением военного конфликта на Украине и опасениями в отношении нового пакета западных санкций против России. Несмотря на сохраняющиеся риски в вышеназванных направлениях, мы все же полагаем, что тенденция укрепления рубля в июле сохранится, и к концу месяца мы можем увидеть отечественную валюту в диапазоне 33,5-33,75 руб. за доллар.

■ **Долговой рынок.** Долговой рынок продолжил сокращать потери, понесенные в марте-апреле. В июне кривая ОФЗ приблизилась к уровню, на котором находилась до начала украинских событий. Длинный конец кривой уже опустился к уровню февраля, но на коротком и среднем участке кривой пока сохраняется премия в 50-100 б.п. В корпоративном сегменте также преобладали покупки, однако не столь ярко выраженные, как в суверенном, что по-прежнему связано с недостаточной ликвидностью сегмента. Первичный рынок хоть немного и оживился по сравнению с маем, но объем размещений остался достаточно скромным. Всего за месяц было размещено 20 выпусков: 5 из них муниципальные, остальные преимущественно банковские. Небанковских же эмитентов рынок особо не привлекает.

Обстановка на Украине остается напряженной, создавая давление на отечественный рынок, при этом почти все негативное движение начала года уже отыграно. Недостаточно мягкая политика Центробанка пока также не дает больших возможностей для снижения ставок долгового рынка. Поэтому мы сохраняем консервативный прогноз по рынку и по-прежнему рекомендуем придерживаться стратегии удержания до погашения. Некоторое положительное движение на внутреннем рынке, на наш взгляд, возможно только в случае укрепления рубля, чему в свою очередь будет способствовать снижение напряженности на Украине. Наиболее привлекательные доходности по-прежнему предлагают банковские займы. Интерес среди госбанков представляют займы ГПБ, торгующиеся дешевле остальных из-за более низкого рейтинга. Среди прочих небольшую премию к рынку представляют займы Кредит Европа Банка и Банка Санкт-Петербург. Вне банковского сектора интересно с целью удержания до погашения выглядят займы Сибметин-1, -2, СПбТел-7, Металлоинвест-5, -6.

Анна Соболева, Василий Танурков  
Юрий Кравченко, Иван Манаенко,  
Айрат Халиков, Александр Костюков  
[bonds@veles-capital.ru](mailto:bonds@veles-capital.ru)



## 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 2014 г.

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



## Департамент активных операций

---

Евгений Шиленков  
Директор департамента  
EShilenkov@veles-capital.ru

Павел Алтухов  
Заместитель начальника управления  
департамента активных операций  
PAltukhov@veles-capital.ru

Роман Назаров  
Начальник отдела брокерских операций на рынке  
акций  
RNazarov@veles-capital.ru

Алексей Никогосов  
Сейлз-трейдер  
ANikogosov@veles-capital.ru

Александр Цветков  
Сейлз-трейдер  
ATsvetkov@veles-capital.ru

Артем Московский  
Сейлз-трейдер  
AMoskovsky@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