

Макроэкономическая конъюнктура

«Бояться несчастья – и счастья не будет»

В мае из США пришли неутешительные данные макростатистики, ставшие следствием вступления в силу автоматического секвестра расходов. Инфляция в апреле существенно замедлилась, промпроизводство упало на 0,5% (прогноз - -0,2%), ухудшился ряд настроенческих индикаторов. Но, несмотря на ослабление ряда макроиндикаторов, в мае появились серьезные опасения о том, что ФРС в скором времени начнет сворачивать беспрецедентную программу количественного смягчения. Ни протокол последнего заседания регулятора, ни глава федрезерва в ходе выступления перед Конгрессом, не смогли их опровергнуть. Впрочем, до тех пор, пока безработица остается на уровне существенно выше целевых 6,5%, а темпы инфляции не угрожают экономическому росту, мы не ожидаем, что ФРС прекратит предоставление ликвидности. В то же время, **вполне вероятно, что уже в ближайшие месяцы регулятор сделает попытку сократить объем выкупа с целью протестировать экономику на устойчивость, но мы не ожидаем сворачивания программы стимулирования до конца года.** На этом фоне большое значение в июне помимо заседания ФРС будет иметь статистика по занятости. В случае сохранения тенденции к росту занятости, слухи о сворачивании QE3 лишь усилятся, что создаст дополнительное давление на фондовые площадки.

В мае США достигли потолка госдолга, однако в этот раз это событие осталось незамеченным. Во-первых, инвесторы уже устали от ежегодных «драм» с повышением потолка заимствования, во-вторых, внимание на себя отвлекали опасения скорого сворачивания QE3. Кроме того, по заявлениям Казначейства, страна может обойтись без дополнительного заимствования до начала сентября благодаря сокращению расходов госбюджета и притоку дополнительных средств, поэтому в летние месяца вопрос с бюджетом США, по всей видимости, всплывать не будет.

Ситуация в Европе в мае осталась прежней. Принятое в начале месяца решение о снижении процентной ставки еще не нашло отражение в экономических индикаторах, которые продолжили ухудшаться в течение месяца. Индикаторы потребительской уверенности и деловой активности по-прежнему демонстрировали замедление.

Индекс экономических сюрпризов



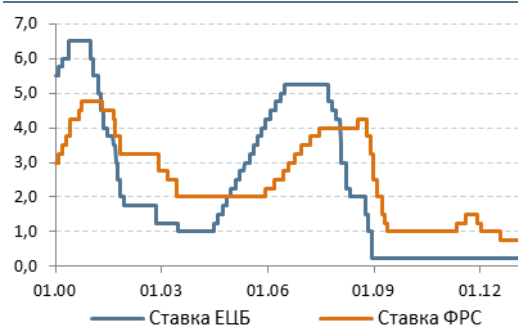
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Динамика курса евро



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Динамика ключевых ставок



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

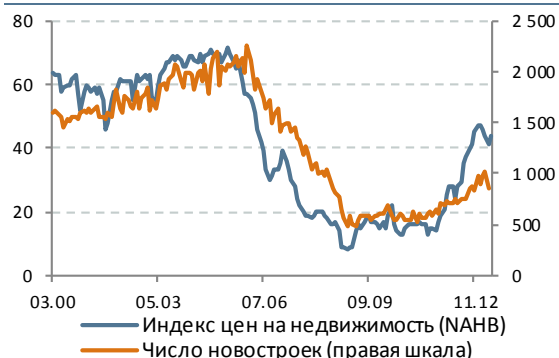


Германии едва удалось избежать рецессии – рост ВВП в 1-м квартале составил 0,1% после снижения на 0,7% в 4-м квартале 2012 г. Вместе с тем, замедление темпов роста цен на потребительские товары открывает для ЕЦБ больше возможностей для проведения стимулирующей политики. **Мы полагаем, что на фоне ухудшения экономической конъюнктуры даже в Германии, в ближайшее время регулятор может расширить свой список инструментов поддержки экономики.**

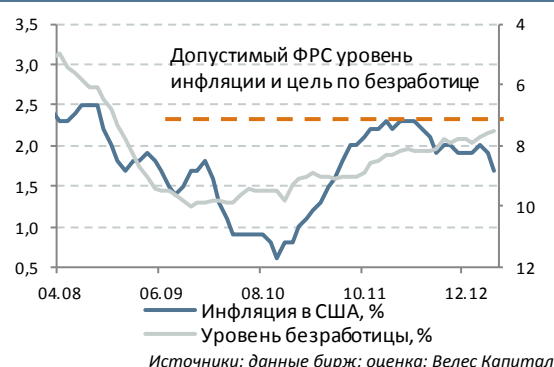
В мае падение котировок нефти остановилось и цены закрепились в диапазоне 100-105 долл. за барр. Уровень в 100 долл. является долгосрочной поддержкой – закрепление цен ниже этого уровня будет служить сигналом для ОПЕК о необходимости вмешательства. С другой стороны, сигналы замедления китайской экономики и начавшееся обсуждение возможности выхода из программы количественного смягчения в США препятствовали росту котировок. Тем не менее, **мы не ожидаем начала процесса сворачивания QE ранее достижения консенсуса по бюджету в США – т.е. ранее начала сентября.** Снижение опасений инвесторов по поводу окончания QE после заседания ФРС в июне может оказать поддержку котировкам нефти. Поддержку нефти так же окажет сезонный рост спроса в «driving season» в США. Прогнозы МЭА и ОПЕК по росту спроса на нефть не изменились по сравнению с апрелем, ожидания по росту мировой экономики на 2013 г. также остаются неизменными – таким образом, со стороны среднесрочных факторов спроса изменений в мае по сравнению с апрелем не произошло. Сдерживающими факторами для роста котировок в июне являются: крайне высокий уровень запасов в США; также не будет способствовать установлению длительного восходящего тренда крайне высокий уровень накопленной длинной позиции спекулянтов. В результате, сочетание вышеперечисленных факторов, по нашему мнению, приведет к **сохранению котировок в июне внутри диапазона в 100-105 долл. за баррель марки Brent.**

Несмотря на коррекционный рост в начале месяца, к концу мая российский рынок акций практически вернулся к минимумам, достигнутым в апреле. Динамика российского рынка продолжает кардинально расходиться с динамикой развитых рынков, в особенности американского, выросшего более чем на 3% и обновившего исторические максимумы. **Замедление российской экономики не способствует долгосрочным покупкам, тем не менее, уже появились первые сигналы улучшения**

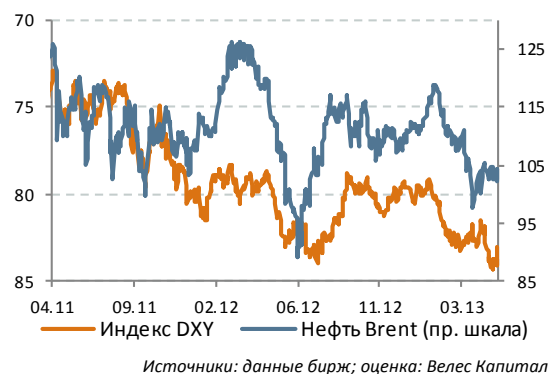
Рынок недвижимости набирает обороты



Соотношение инфляции и уровня занятости



Соотношение курса доллара и цены Brent



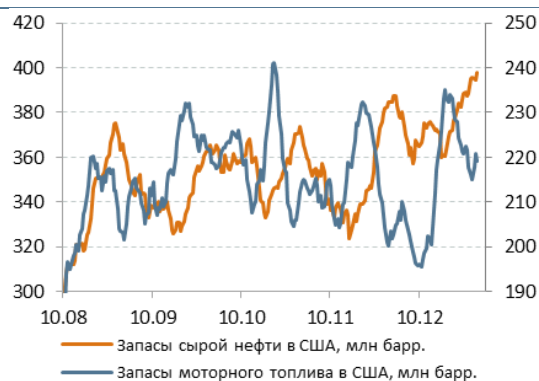


ситуации на внутреннем рынке. Так, Северсталь отмечает улучшение ситуации на внутреннем рынке и ожидает продолжения позитивных тенденций во втором полугодии. **Позитивные сигналы поступают также с рынка недвижимости** – по данным Росстата жилищное строительство в апреле выросло на 26,9%, темпы роста заметно ускорились по сравнению с предыдущими месяцами (общий рост за 4 месяца составил 11,2%). Благоприятные сдвиги на рынке недвижимости подтверждаются информационным порталом рынка недвижимости irn.ru – в мае прекратилось снижение индекса ожиданий по рынку недвижимости, продолжавшееся практически с начала года и к концу месяца индекс вышел в положительную зону.

✎ **Мы полагаем, что внешние условия для российского рынка окажутся достаточно благоприятными в июне** – ожидания сворачивания QE в США пока преждевременны, существует вероятность расширения стимулирования в Еврозоне, могут начать проявляться первые позитивные последствия беспрецедентной программы смягчения в Японии. В этих условиях привлекательным объектом инвестиций выглядит широкий спектр российских бумаг. Отметим среди них **Магнит**, дополнительным драйвером для котировок которого служит включение в индексы MSCI. Поводом для роста интереса к девелоперским компаниям (**ПИК, ЛСР, ГАЛС**) служат перспективы смягчения КДП российским ЦБ. Ожидаемое восстановление на рынке золота на фоне роста спроса на физическое золото в мире является поводом для покупки основательно «просевших» акций **Полиметалла**, могут представлять интерес и акции **Полюс Золота**. Восстановление спроса на удобрения в США после задержки посевной на фоне неблагоприятных погодных условий в США может послужить драйвером для роста котировок производителей удобрений – в первую очередь мы рекомендуем обратить внимание на **Акрон** и **ФосАгро**.

✎ После уплаты апрельских квартальных платежей восстановления ликвидности на денежном рынке в мае, по сути, не наблюдалось. Первые майские налоговые платежи банки встретили с отрицательной величиной чистой ликвидной позиции (разница между остатками банков на корсчетах и депозитах в ЦБ и задолженностью перед регулятором и федеральным бюджетом) на уровне выше 1,4 трлн руб. (где и завершали апрельские платежи), а к концу мая значение поднималось выше 1,6 трлн руб. Сохраняются на высоком уровне и межбанковские ставки. Так, еще в апреле

Запасы нефти и моторного топлива



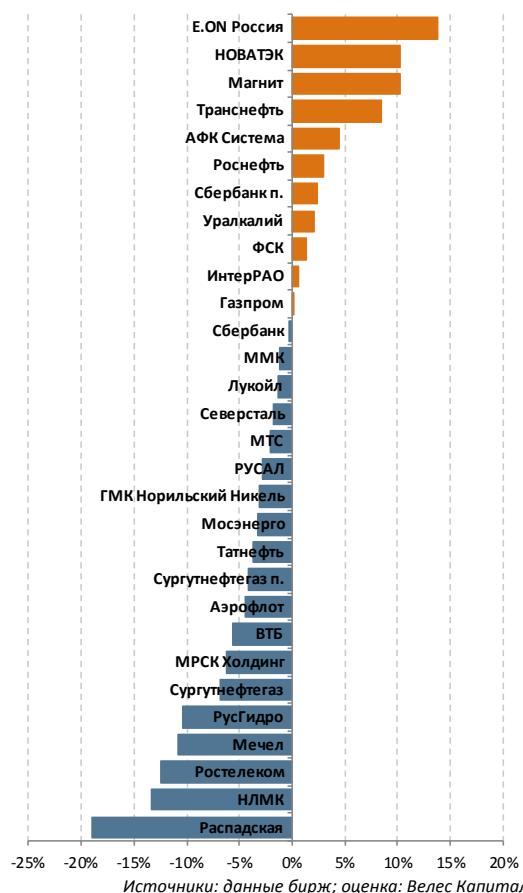
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Длинные позиции спекулянтов



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Лидеры и аутсайдеры российского рынка



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



индикативная MosPrime о/н «перевалила» за отметку в 6,50% годовых (максимум с декабря 2012 г.), где и продержалась большую часть мая. В то же время отметим, что хотя ставки и не снижаются, но и уже не растут дальше в дни налоговых платежей: ликвидность хоть и остается дорогой, однако на аукционах РЕПО ЦБ ее хватает всем участникам.

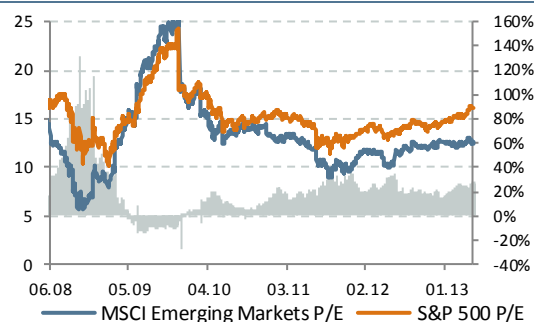
С учетом по-прежнему неравномерного расходования бюджета в течение года в ближайшей перспективе рассчитывать на коррекцию ставок денежного рынка можно только в случае снижения ключевых процентных ставок ЦБ, последнее решение которого по снижению ставок по всем инструментам кроме ставки рефинансирования и аукционов РЕПО никак не отразилось на рынке. Однако мы полагаем, что рассчитывать на снижение Банком России хотя бы ставки рефинансирования (на практике являющейся ставкой по кредитам «овернайт»), не говоря уже о ставке по ключевому инструменту — РЕПО на аукционной основе, раньше 2-го полугодия не приходится.

Снижение нефтяных котировок в конце мая несколько ослабили позиции отечественной валюты, торговавшейся большую часть месяца в паре с долларом в диапазоне 31,0-31,5 руб., а к концу месяца отступившей в район 31,85 руб. Впрочем, мы полагаем, что коррекция рубля носит локальный характер, и доллару не удастся взять отметку в 32 руб. Излишне эмоциональная реакция рынков на возможное сворачивание в США программы стимулирования постепенно сойдет на нет, что вкупе с фундаментальными факторами поддержит нефтяные котировки, а пара доллар/рубль вернется в справедливый на сегодняшний день диапазон 31,0-31,5 руб.

Май выдался довольно-таки тяжелым для рынка рублевого долга. На фоне приближения пассивных летних месяцев и ожиданий сворачивания программы QE3 в США, спрос на отечественные займы со стороны иностранных инвесторов заметно ослаб. Российские участники торгов также не проявляли интереса к отечественным бумагам. В результате ОФЗ за месяц потеряли в цене до 3 п.п., доходность выросла на 25-40 б.п. При этом в корпоративном сегменте движение было менее выраженным. Ликвидные выпуски потеряли около 15-30 б.п.

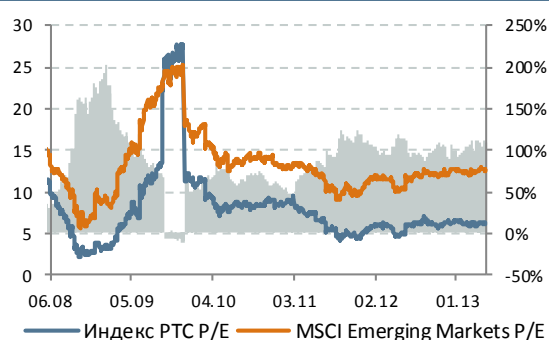
В июне инвесторы будут пристально следить за развитием событий в Европе и США. В случае отсутствия позитивных для финансовых площадок сигналов, мы ожидаем продолжения тенденции к оттоку иностранного капитала из российских долговых бумаг, поэтому снижение котировок ОФЗ может продолжиться. При этом с началом летнего

Рисковая премия стабилизировалась



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Россия догоняет, потенциал сохраняется



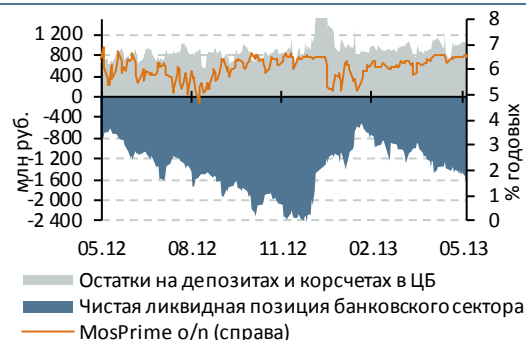
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

PTC отстает от CDS на Россию



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Ликвидность



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



периода торговая активность на рынке снизится, что сдержит бумаги от сильного падения. В то же время инвесторы могут обратить внимание на займы эмитентов 1-го эшелона, предлагающие на 150-200 б.п. большую доходность при незначительно большем уровне риска по сравнению с ОФЗ.

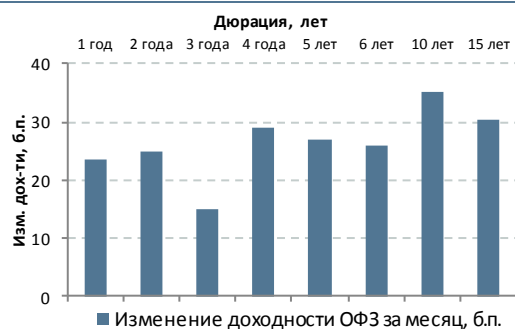
Анна Соболева, Василий Танурков
Юрий Кравченко, Иван Манаенко,
bonds@veles-capital.ru

Индекс ММВБ облигации, 2012 г.



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

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
EShilenzov@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