+7 (495) 258-19-88
research@veles-capital.ru

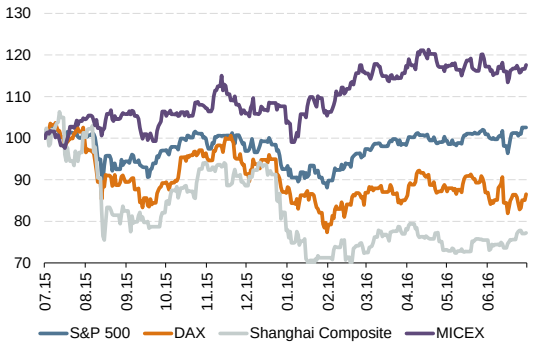
Макроэкономическая конъюнктура

Жизнь после Brexit

США

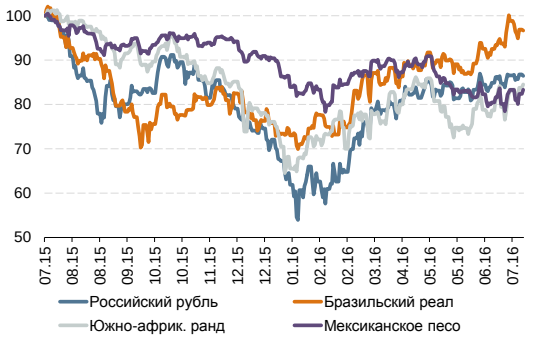
- **Индекс S&P 500 в начале июля обновил исторический максимум, тогда как в конце июня давление продавцов не давало шансов на ралли.** Активные продажи стали следствием внешних событий, результаты которых оказались неожиданными для большинства инвесторов. Победа сторонников выхода Великобритании из ЕС привела к глобальному «risk-off» и спросу на защитные инструменты (золото и казначейские обязательства США). В этот момент для участников рынка макроэкономическая статистика отошла на второй план, хотя негативное влияние европейских тем на экономическое положение страны было ограниченным.
- Аппетит к риску вернулся довольно быстро, что позволило игрокам полностью отыграть фактор референдума. По нашему мнению, инвесторы переоценили негативную сторону Брексит, так как это процесс довольно долгий, и последствия для мировой экономики необходимо еще оценить. Конечно, многие понимают, что денежные и фискальные власти Европы оказались в сложной ситуации, но для финансовых рынков важнее увидеть какие инструменты будут использованы, чтобы сгладить предстоящие последствия.
- **Итоги британского референдума довольно быстро отодвинули сроки повышения ставки ФРС.** Рынок производных инструментов указывает на низкую вероятность монетарных перемен до президентских выборов в ноябре. В то же время заметим, что инвесторы очень чувствительно реагируют на внешние и внутренние шоки, поэтому по мере стабилизации аппетита к риску прогнозы в отношении подъема процентных ставок могут вновь обрести актуальность. Однако последствия от падения рынков все же присутствуют, о чем указывают новые уровни доходностей вдоль кривой US Treasuries — эталонный 10-летний выпуск обновил исторический минимум, снизившись до 1,37%. С одной стороны, ралли в защитных активах говорит о недоверии инвесторов к

Движение фондовых индексов
(11 июля 2015 = 100)



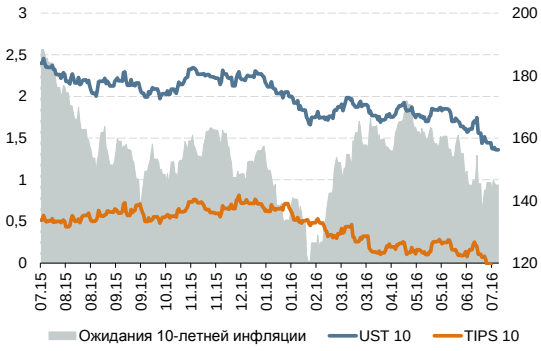
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Стоимость валют EM к доллару
(11 июля 2015 = 100)



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Ожидания инфляции в США



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

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.

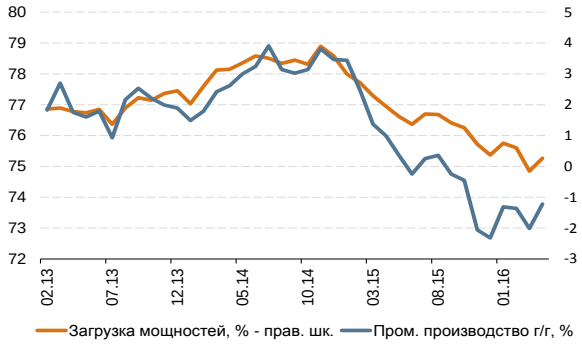
Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2016 г.

быстрому восстановлению спекулятивных активов, с другой — на глобальных рынках не хватает суверенных бумаг, имеющих высокий инвестиционный рейтинг, так как долговые инструменты Европы или Японии предлагают низкую или отрицательную доходность.

- Текущее состояние американского рынка нельзя назвать идеальным по той причине, что его стоимость превышает фундаментальные показатели и искажает реальное состояние экономики. Один из важных ориентиров для прогнозирования экономических перспектив страны - рынок труда - неприятно удивил по итогам мая. Количество созданных рабочих мест в несельскохозяйственном секторе составило всего 38 тыс., что является одним из из худших показателей за многие годы. Впрочем, июньская статистика вернула оптимизм респондентам вследствие роста payrolls на 287 тыс. Между тем, уровень безработицы в июне повысился с майских 4,7% до 4,9%. В целом, сильные данные несколько повысили шансы на то, что ФРС будет придерживаться курса на повышение ставки, но мы по-прежнему сомневаемся в скором увеличении стоимости заимствования в США из-за неопределенности в мировой экономике.
- МВФ опубликовал интересный обзор, касающийся американской экономики, рост которой прогнозируется на уровне 2,2% в 2016 г. и 2,5% - в 2017 г. Анализ доклада указывает о продолжающемся сокращении объема инвестиций в энергетический сектор в связи с более слабым глобальным спросом и укреплением национальной валюты. Потребительский сектор покажет относительно сдержанный подъем ввиду высокой доли домашних хозяйств, ориентированных на сберегательную модель поведения.
- **В июле пройдет последнее летнее заседание Федерального комитета по операциям на открытом рынке (FOMC).** Итоги собрания вряд ли будут существенно отличаться от июньского, однако интерес вызывают комментарии регулятора в отношении потенциальных рисков для США в случае официального выхода Великобритании из ЕС, и о том, как данное обстоятельство отразится на движении мирового капитала. Мы ожидаем, что будут отмечены позитивные сдвиги на рынке труда, несмотря на провальные майские данные, оказавшиеся лишь временной аномалией. Однако дополнительным препятствием для роста ставки ФРС выступают низкие корпоративные прибыли компаний, поэтому их результаты за второй квартал для денежных властей будут иметь существенное значение.

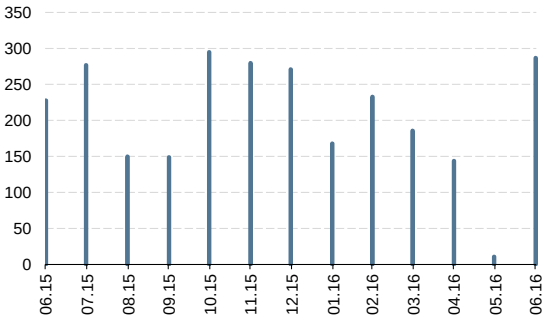
Показатели потребительского сектора

Производство США – признаки восстановления



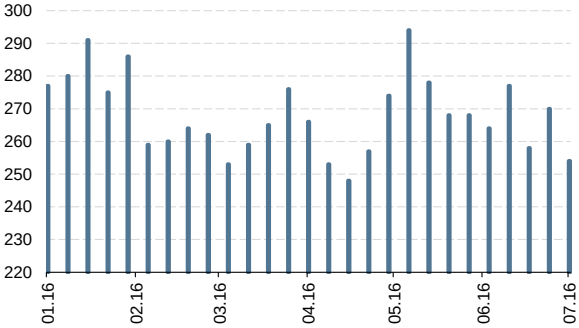
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Payrolls, тыс.



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Первичные заявки на пособие по безработице в США, тыс.



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

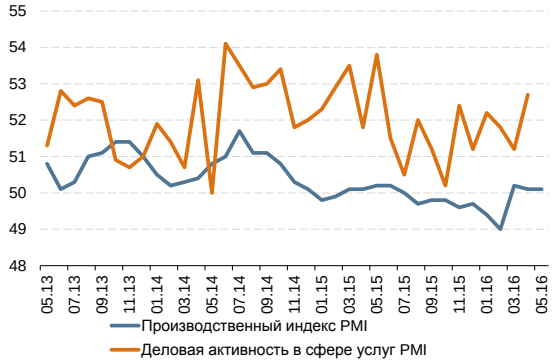
Китай

- Еще в начале года китайская экономика находилась в

центре внимания мировых рынков. Статистика страны свидетельствовала о том, что Поднебесной придется сократить прогнозы по темпам роста экономики и начать новый цикл послабления монетарной политики для стимулирования внутреннего спроса. Процесс перехода к новой экономической модели роста и дефляция в производственном секторе вызвали масштабный отток капитала, оказав давление на офшорный и официальный курс юаня. Народный банк Китая (НБК) быстро нивелировал потенциальные риски, которые могли подорвать финансовую устойчивость страны и доверие международных инвесторов.

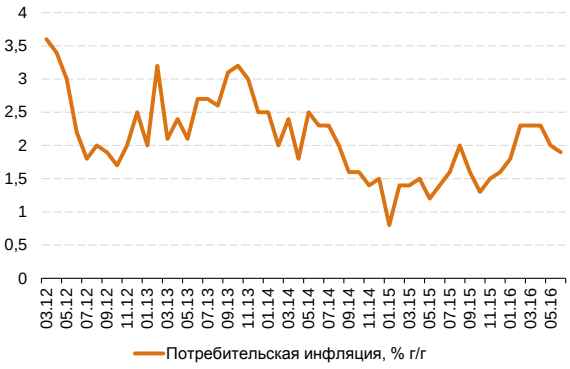
- Правительство страны и денежные власти, пользуясь низким уровнем инфляции для борьбы с экономической стагнацией, продолжают усиленно стимулировать сектор кредитования. По итогам первых пяти месяцев кредитный портфель банков вырос на 14,7% г/г, при этом основная доля выданных средств пришлась на розничный сегмент. В своих прошлых обзорах мы обращали внимание, что такая политика может образовать риски на рынке недвижимости, темпы роста которого обновляют исторические максимумы, особенно в тех регионах, где уровень жизни и долговая нагрузка населения сохраняются на повышенном уровне.
- **Опережающие индикаторы деловой активности в сфере услуг также указывают на высокий аппетит домашних хозяйств,** однако подчеркнем, что качество банковских активов в дальнейшем будет ухудшаться, поэтому сегодняшний успех в экономической политике имеет отложенный негативный эффект, недооцененный многими игроками на фоне обострения других глобальных событий.
- Однако **динамика ключевых статистических показателей, негативно повлиявших на движение мировых рынков, свидетельствует о неоднозначном состоянии китайской экономики.** Деловая активность в производстве находится вблизи стагнации по индексу PMI и Caixin Media. Кроме того, рост инвестиций в основной капитал в мае замедлился до 9,6 с 10,5%. В этой связи денежным регуляторам приходится проводить поэтапное послабление национальной валюты, несмотря на новую экономическую политику, так как внутренний сектор не сможет быстро заменить экспортную составляющую Китая в общем компоненте ВВП. На этом фоне НБК вынужден тратить международные резервы, сократившиеся в мае на 28 млрд долл. Мы не исключаем, что это стало следствием очередного оттока капитала, объемы которого пока меньше, чем три месяца назад.

Деловая активность в Китае



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Потребительская инфляция в Китае

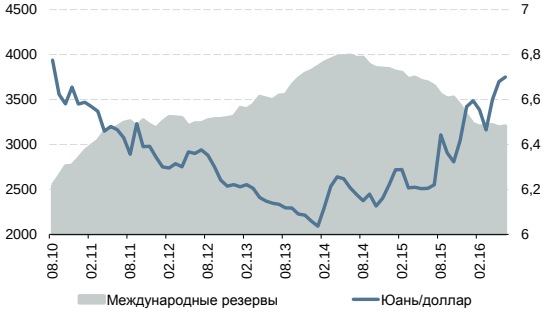


Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Новые кредиты в Китае

Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Курс юаня к доллару США



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

ЕС

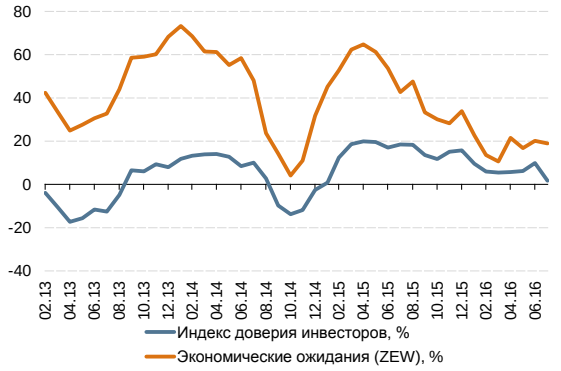
- **Итоги европейского референдума стали главным «черным лебедем»** для мировых финансовых рынков, так как до начала голосования уверенность в победе противников «Брексит» была на высоком уровне. Индекс Euro Stoxx 50 в течение дня потерял более 8%, однако спустя несколько дней аппетит к риску быстро восстановился, и большинство фондовых индексов еврозоны частично вернуло утраченные позиции.

- Быстрый приток спекулятивных средств не поддерживался фундаментальными основаниями, поэтому ралли на рынках развитых стран продлилось недолго, так как инвесторы вновь обратились к экономическому положению регионов ЕС и их уязвимым местам, которые могут проявиться в случае официального выхода Великобритании. Парламент страны обязан документально подтвердить итоги голосования, а юридический процесс отсоединения по некоторым оценкам продлится несколько лет.

- **Сложившиеся обстоятельства для европейских денежных властей стали новым вызовом.** Банк Англии, чтобы напомнить о своей самостоятельности, в июльском докладе о финансовой стабильности подтвердил намерения проводить мягкую монетарную политику, и на следующий день регулятор подкрепил слова действиями и провел ряд послаблений для кредитных организаций при расчете достаточности капитала. Банк Англии отменил мартовское решение о создании дополнительного буфера к капиталу в размере 0,5% от активов, взвешенных по риску. В результате, это позволит обеспечить дополнительные средства, которые будут направлены на расширение кредитных портфелей. По всей видимости, денежные власти готовы активно поддерживать внутренний сектор, так как домашние хозяйства могут ухудшить свое положение в последующие года.

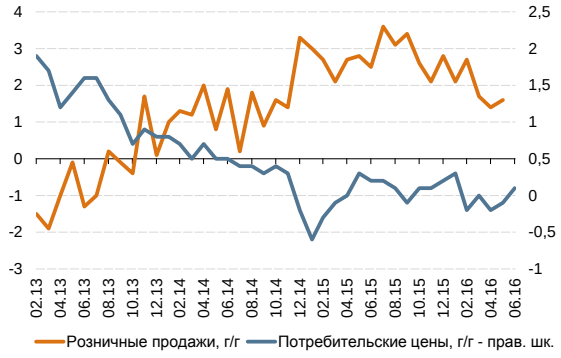
- Некоторые западные респонденты считают, что сектор торговли в Великобритании вскоре испытает серьезное давление. Страна является пятой экономикой мира и имеет один их самых высоких темпов роста среди стран «большой семерки» благодаря собственной фискальной, монетарной и валютной политике. Поэтому вероятность, что в этой части статьи платежного баланса будут существенные проблемы, слишком низка. мы не думаем[ФЕМ1]. По оценкам некоторых экспертов, в случае ухудшения торгово-экономического союза со странами

Инвесторы слабо верят в эффективность политики ЕЦБ



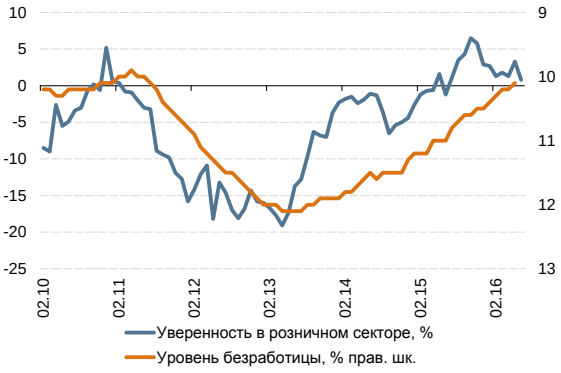
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Инфляция в ЕС



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Уверенность населения в розничном секторе



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Евро крепок к доллару, несмотря на стимулы...

Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

ЕС, Великобритания потеряет лишь 0,5% ВВП, так как экспорт в страны Евросоюза составляет примерно 12% ВВП.

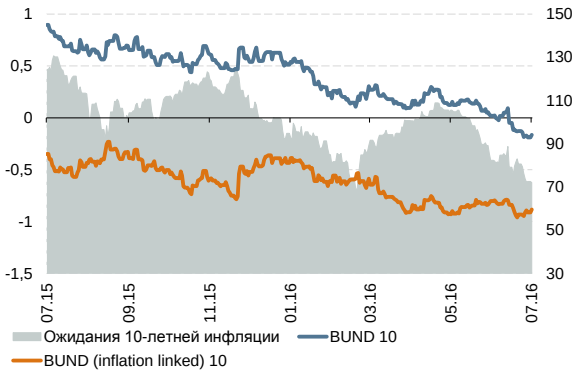
- ЕЦБ пока взвешенно относится к проводимой денежной политике и выбрал тактику «наблюдателя» за финансовыми рынками и макроэкономической статистикой, чтобы не делать поспешных выводов и не использовать уже ограниченный арсенал монетарных стимулов. В то же время некоторые комментаторы полагают, что в скором времени глава ЕЦБ объявит о расширении пакета количественного смягчения. Перед регулятором возникают новые проблемы в тот момент, когда экономика стала демонстрировать признаки восстановления. Все это происходит на фоне запуска второй программы долгосрочного рефинансирования банковского сектора (TLTRO-2). Его первый раунд оказался не столь удачным, так как финансовые институты заняли всего 31 млрд евро, учитывая, что ЕЦБ ежемесячно выкупает облигации на 80 млрд евро.

- **Вероятно, относительно низкие темпы кредитования в сфере крупных инвестиционных проектов подтверждают тот факт, что банки пессимистично смотрят на перспективы развития реального сектора,** либо рентабельность от выданных средств слишком низкая по сравнению с той, что инвестиционные подразделения зарабатывают на фондовом рынке, хотя последние банковские отчетности в этой части дохода не столь эффективные. Вместе с тем, существует альтернативная (неофициальная) версия касаемо слабого спроса на TLTRO-2. Ранее основными заемщиками на межбанковском рынке выступали итальянские финансовые институты, однако нынешняя ситуация не позволяет им открывать лимиты, учитывая их неспособность абсорбировать текущие убытки.

- Вопрос качества итальянских активов в этом году уже поднимался, но после референдума он приобрел новый формат. Причиной тому стали разногласия между правительством Италии и руководством ЕС. Евросоюз выступает против намерений итальянского правительства влить в систему 40 млрд евро и требует сокращения проблемной задолженности в течение нескольких лет (350 млрд евро).

- Капитализация итальянских банков после референдума на этом фоне снизилась на 26% - результат оказался худшим среди всех конкурентов. Сильнее всех пострадали акции Banca Monte dei Paschi di Siena (BMPS) на сообщениях, что менеджмент должен «расчистить»

Ожидания инфляции в Германии

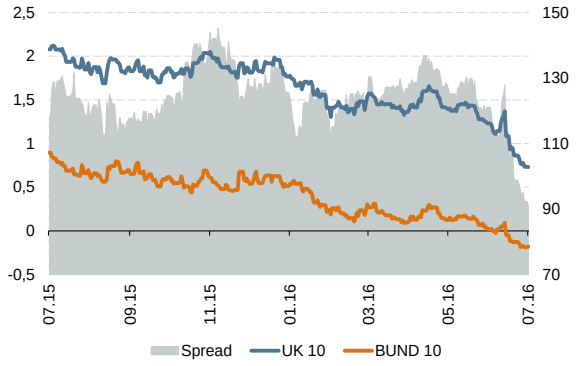


Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Фунт стерлингов к доллару США

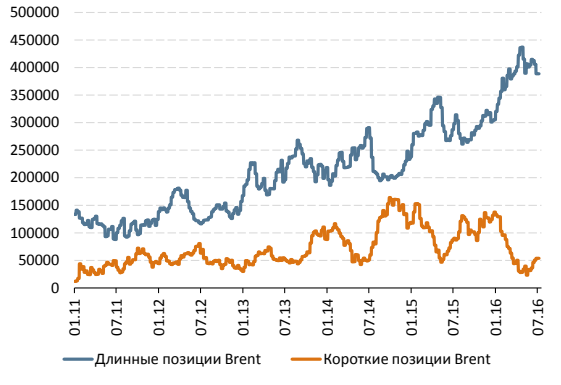
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Доходности 10-летних гособлигаций UK и BUND



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Спекулятивная позиция, Brent



Источники: данные CFTC; оценка: Велес Капитал

баланс до 2018 г., но отсутствие дополнительных источников фондирования для выполнения регулятивных требований стало одним из главных факторов давления.

- Низкие цены на нефть продолжают препятствовать успеху в проводимой денежно-кредитной политике ЕЦБ. По нашим прогнозам, ситуация на сырьевом рынке ухудшится в ближайшее время, что окажет понижательное давление на потребительскую инфляцию в ЕС. Использование существующих традиционных и нетрадиционных инструментов европейским регулятором пока не приносит успеха в части улучшения инвестиционного климата и развития реального сектора страны. В этой связи мы прогнозируем, что ЕЦБ на ближайшем заседании попытается оправдать надежды инвесторов и намекнет на дополнительные стимулы.

Нефть

- К июлю факторы, способные поддерживать котировки нефти возле уровня в 50 долл. за баррель, практически исчерпали себя. Добыча в Канаде почти восстановилась после лесных пожаров. Несмотря на сохраняющиеся форс-мажоры и атаки на нефтяные инфраструктуры в Нигерии, добыча в стране в июне продемонстрировала рост на 90 тб/д. Не оправдались и ставки на забастовку рабочих нефтяной отрасли в Норвегии. Наконец, дополнительную неопределенность вносит фактор Brexit'а – выход Великобритании из ЕС может привести к замедлению темпов роста глобальной экономики, а значит и к замедлению темпов роста спроса на нефть.

- Со стороны предложения негативом для нефти в июле может стать рост экспортных поставок из целого ряда стран. Так, власти Ливии заявили об ожиданиях восстановления поставок с крупнейших терминалов в Рас Лануфе и Эс Сидере уже начиная со второй декады июля. Также ранее руководство Ливии заявляло о планах по наращиванию добычи в июле на 370 тб/д. Заявления о планах увеличения экспортных поставок в третьей декаде? сделали также Саудовская Аравия (за счет роста добычи на месторождении Шайба на 250 тб/д.), Кувейт, Иран, ОАЭ. К тому же в июле на 300 тб/д планирует увеличить добычу Судан. Все это лишь частично компенсируется снижением добычи в США. Впрочем, следует отметить, что уровень добычи нефти в США в начале июля опустился ниже уровня двухлетней давности (когда нефть торговалась вблизи 115 долл. за

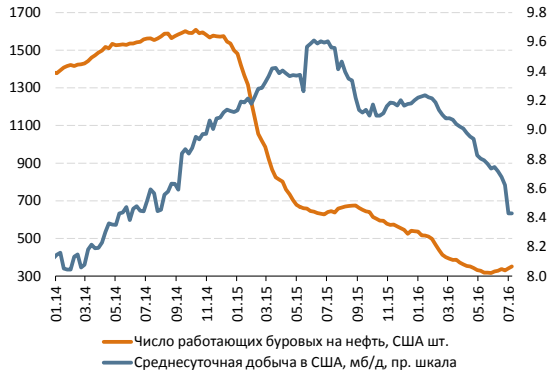
Спекулятивная позиция, WTI

Источники: данные CFTC; оценка: Велес Капитал

Доля длинных позиций спекулянтов

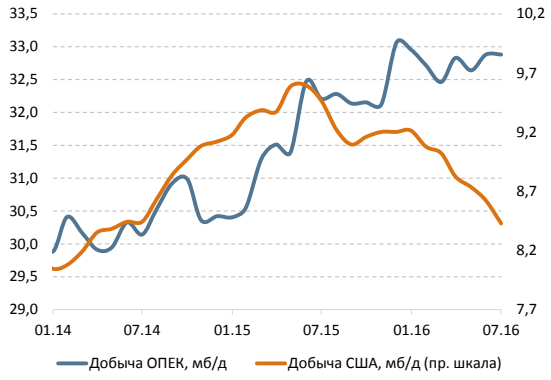
Источники: данные CFTC; оценка: Велес Капитал

Добыча и бурение в США



Источники: данные DOE, baker Hughes; оценка: Велес Капитал

Добыча США и ОПЕК



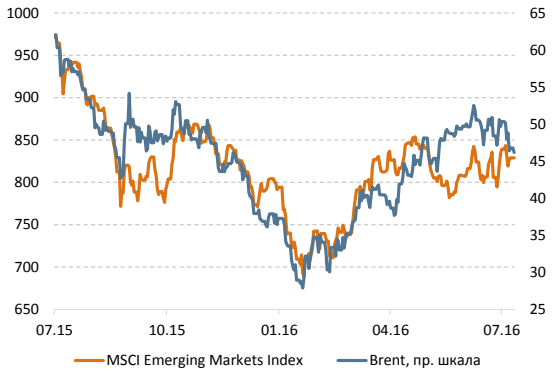
Источники: данные DOE; оценка: Велес Капитал

баррель). В то же время уже с начала июня наблюдается устойчивый рост объемов бурения в США и происходит расконсервация незавершенных скважин, что с некоторым временным лагом отразится и на объемах добычи.

- Помимо возможного замедления роста мировой экономики из-за Brexit'а, более непосредственной угрозой для нефти со стороны спроса является резкое снижение импорта нефти Китаем в связи с завершением заполнения стратегических хранилищ. С начала текущего года Китай, пользуясь низкими ценами, активизировал покупки нефти для пополнения стратегических резервов, вследствие чего импорт нефти в начале года вырос на 16%. В феврале Китай покупал в резервы по 1,5 млн барр. в день, в марте-мае - от 1,08 до 1,29 млн барр. в день. При этом мощности стратегических хранилищ, как ранее заявляли власти, составляют на данный момент около 511 млн барр. и окажутся заполненными уже к концу августа.

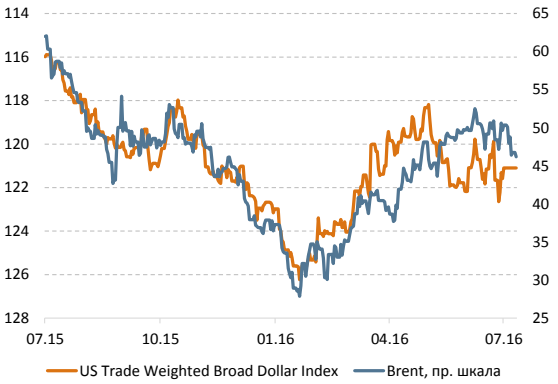
- С технической точки зрения на протяжении последних пяти недель наблюдается сокращение чистых длинных позиций спекулянтов как в Brent, так и в WTI. Мы полагаем, что процесс сокращения позиций спекулянтов в текущих условиях продолжится до тех пор, пока доля длинных позиций не вернется к долгосрочным средним уровням, на что может уйти от одного до двух месяцев. **Мы ожидаем, что нефть марки Brent в июле будет торговаться в диапазоне 43-47 долл. за баррель.**

Нефть и развивающиеся рынки



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Нефть и курс доллара



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Фондовый рынок

- В июле основным драйвером для российского рынка станет коррекция нефти и курса рубля и завершение периода дивидендных выплат. Помимо снижения цен на нефть против рубля сыграет также конвертация дивидендов в валюту, что станет фактором давления на рубль в конце июля-начале августа. В связи с этим мы рекомендуем сконцентрироваться на покупках бумаг, выигрывающих от ослабления рубля. В первую очередь мы рекомендуем покупать акции **Алроса** – приватизация 10,9% пакета акций компании прошла вполне успешно с существенной переподпиской, рынок алмазов остается стабильным, компания торгуется со значительным дисконтом к прочим российским компаниям сектора "Металлы" и "Добыча". Кроме того утверждение правил выплат дивидендов для госкомпаний на ближайшие годы на уровне 50% от прибыли обещает высокую дивидендную доходность по акциям Алросы – дивиденды за 2016 г. могут составить порядка 5,8 руб. на акцию, доходность – порядка 8,5% к текущим

котировкам. Увеличение free float компании станет поводом для повышения веса Алросы в индексах, в результате чего приток средств пассивных фондов в акции Алросы может составить в общей сложности более 110 млн долл.

- Среди нефтяных бумаг следует обратить внимание на акции Башнефти и Татнефти – в связи с отсутствием валютного долга эти компании выигрывают (в рублевом выражении) от ослабления рубля и падения долларовых цен на нефть. При этом наибольший интерес, на наш взгляд, представляют **префы Башнефти и Татнефти**. Дополнительным поводом для покупки префов мы считаем принятые Государственной думой (пока в первом чтении) поправки в закон «Об акционерных обществах», которые защищают интересы держателей префов. После принятия изменений в случае покупки более 30% доли в компании покупатель будет обязан выставлять оферту не только по обыкновенным, но и по привилегированным акциям. В этой связи отметим, что для держателей префов Башнефти затягивание сроков приватизации компании является благом – инвесторы окажутся гораздо лучше защищены в случае если к моменту приватизации вступят в силу изменения в законодательстве (что, вероятно, произойдет в 4 кв. 2016 г.).
- В начале июля Министерство финансов подготовило поправки в распоряжения правительства, которые переводят норму о минимальных дивидендах госкомпаний до уровня 50% прибыли от МСФО или РСБУ (в зависимости от большей величины) на постоянную основу. Также были дополнены поправки, согласно которым компаниям необходимо будет использовать нераспределенную прибыль прошлых лет для выплаты дивидендов в случае если вся прибыль по РСБУ окажется меньше 50% прибыли по МСФО.
- По итогам 2015 г. правительство уже пыталось использовать данную практику. Однако реально выплатившими указанные размеры дивидендов стали лишь несколько компаний: РусГидро, Алроса и Башнефть. Мы не исключаем, что компании, у которых запланированы значительные инвестиционные программы относительно их денежных потоков, могут вновь избежать указанных выплат (Россети).
- Мы не исключаем, что акции госкомпаний могут положительно реагировать на вновь появляющиеся инициативы правительства о закреплении за ними дивидендных выплат в размере 50% от чистой прибыли. Наиболее привлекательными в этой связи выглядят акции **Газпрома**.

Дивиденды госкомпаний 2016 г. при выплате 50% прибыли

Компания	Дивидендная доходность
Газпром	*15,1%*
Роснефть	*4,8%*
Башнефть ао/ап	*6,1%/9,4%*
Аэрофлот	*10,9%*
ФСК	*8,1%*
Интер РАО	*8,7%*
РусГидро	*6,7%*
Алроса	*8,5%*

Источники: данные компаний, оценка: Велес Капитал

Электроэнергетика

- Среди акций электроэнергетических компаний мы рекомендуем обратить внимание на **РусГидро**. Мы ожидаем, что компания продолжит улучшать свои операционные результаты. Согласно нашей оценке, выработка э/э на ГЭС РусГидро (без учета ГЭС «Юга» и «Северного Кавказа» или 91% водной генерации) во 2 кв. 2016 г. останется выше уровня 2 кв. 2015 г. на 13,43%. Наибольшее увеличение выработки ожидается по ГЭС «Центра» (+22,2% г/г) в связи с благоприятной гидрологической обстановкой и повышенным объемом половодья. Операционные результаты за 2 кв. и 1П 2016 г. будут опубликованы 21 июля.

Денежный рынок

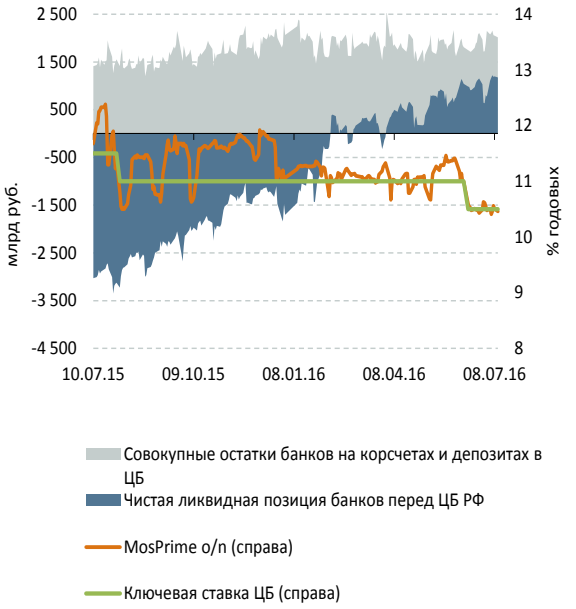
- К началу июля остатки ликвидности банков на корсчетах и депозитах в ЦБ окончательно закрепились выше уровня в 2 трлн руб., а положительная чистая ликвидная позиция банковского сектора обосновалась выше 1,1 трлн руб. Из задолженности банков перед ЦБ в 840 млрд руб. (по состоянию на 11-е июля) чуть более 500 млрд руб. приходится на кредиты, обеспеченные нерыночными активами. Данная сумма почти полностью представлена 18-месячным кредитом, привлеченным банками в июле прошлого года. Таким образом, банками предстоит вернуть этот долг лишь в январе 2017 г. (при условии, что ЦБ не будет проводить новых кредитных аукционов под залог нерыночного обеспечения).

- Помимо задолженности по кредитам, обеспеченным нерыночными активами, кредитные организации также остаются должны ЦБ по операциям РЕПО порядка 320 млрд руб. Из этой задолженности лишь 100 млрд руб. приходится на аукционное РЕПО, лимит по которому Банк России сократил до минимального значения сразу после июньского периода налоговых платежей.

  Таким образом, текущие возможности регулятора по абсорбированию бюджетной ликвидности путем сокращения объема лимитов по инструментам рефинансирования практически исчерпаны. В этих условиях Банк России может возобновить практику применения депозитных аукционов в дополнение к депозитным операциям на постоянной основе. Однако совсем недавно регулятор отмечал, что за счет эффекта от двух повышений нормативов обязательных резервов в июне снизится вероятность проведения депозитных аукционов в осенние месяцы.

- Вместе с тем, несмотря на необходимость абсорбирования бюджетной ликвидности, мы не исключаем возможности еще одного снижения

Показатели рублевой ликвидности



Источник: данные ЦБ; оценка: Велес Капитал

ключевой ставки ЦБ. С одной стороны, банки постепенно возвращают задолженность по инструментам рефинансирования Банка России, поэтому значение ключевой ставки, как стоимости фондирования в ЦБ, уже минимальное. С другой стороны, даже в случае очередного снижения ключевой ставки, депозиты в ЦБ останутся для банков весьма привлекательным инструментом для размещения свободной ликвидности (в условиях низких доходностей на долговых рынках и высоких рисках в кредитовании). Поэтому политика регулятора по абсорбированию ликвидности может не помешать ему снизить ставку еще раз в случае соответствующих внутренних (инфляция) и внешних условий. Однако, исходя из политики консерватизма, которой придерживается Банк России, снижение ключевой ставки на двух заседаниях подряд все же выглядит маловероятным событием.

Валютный рынок

- На валютном рынке с конца июня сформировался определенный баланс сил. Нижней границей для пары доллар/рубль служит отметка в 63,5 руб., в то время как укрепление пары ограничивается уровнем 64,8 руб., а на подступах к 65 руб. американская валюта уже встречает серьезное сопротивление. При этом внешний фон в последнее время скорее складывается против отечественной валюты, чем наоборот: Великобритания все же проголосовала за выход из ЕС, а цена на нефть на сегодняшний день находится чуть выше 46 долл. за баррель, хотя еще в первой половине июня поднималась выше 53 долл. Однако рубль все чаще демонстрирует устойчивость к внешнему фону, игнорируя в отдельные периоды даже снижение нефтяных котировок.

- Ключевым фактором, поддерживающим позиции рубля, остается период дивидендных выплат. При этом конвертация валютных средств из Резервного фонда, оказывавшая поддержку отечественной валюте весной, в июне не проводилась (по данным ЦБ). В то же время, мы полагаем, что позиции цены на нефть в последнее время подкреплялись форс-мажорными факторами, влияние которых постепенно сошло на нет, в то время как фундаментальные предпосылки свидетельствуют в пользу коррекции котировок в ближайшее время. В этом случае доллар может рассчитывать на небольшое, но все же укрепление до 65-66 руб. Однако даже при нахождении нефтяных котировок ниже 50 долл. за баррель мы не исключаем попыток рубля продвинуться в диапазон 63,0-63,5 руб.

Курс рубля и объемы биржевых торгов

Источник: данные ЦБ; оценка: Велес Капитал

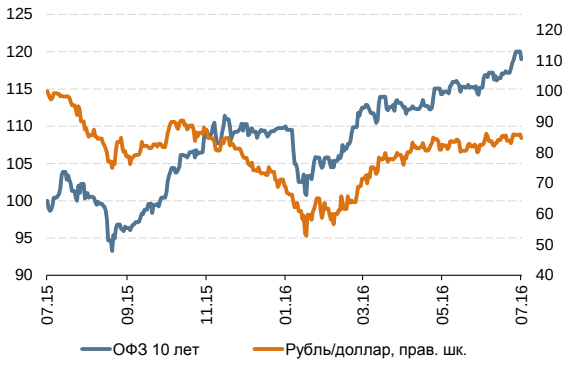
Долговой рынок

- **Рынок ОФЗ – еще один сильный месяц.** Российский рынок государственных облигаций в очередной раз удивил инвесторов своей стойкостью, если прошедшие пять месяцев котировки бумаг в большинстве случаев игнорировали провальные периоды рынка углеводородов и российской валюты, то выход Великобритании из ЕС по итогам референдума мог кардинально оказать давление продавцов, однако негативная реакция оказалась кратковременной. В последующие дни после референдума федеральные займы отыграли падение и обновили очередные максимумы роста цен. Эталонный 15-летний выпуск 26218 показал самый высокий результат на всей кривой. Совокупный месячный доход (с учетом НКД) в рублях составил примерно 5,6%, в долларах – около 10,5%. Основной рост пришелся на последнюю неделю, когда спекулятивные потоки нерезидентов довольно быстро распределились по всему сектору EM. ОФЗ также опередили российские суверенные еврооблигации, номинированные в долларах, так как совокупный доход выпусков Россия 42 и 43 составил 8,5 и 8,19% соответственно.

- Стоит в очередной раз подчеркнуть, что наличие бюджетных средств в банковской системе и низкие темпы восстановления кредитования в стране стали главным фактором устойчивости локальных гособлигаций. В то же время Банк России провел монетарные ужесточения в части норм резервирования для абсорбирования рублевой ликвидности, поступающей по бюджетному каналу. По нашим расчетам, кредитным организациям потребуется примерно 340 млрд руб. дополнительных отчислений. Мы не думаем, что это окажет давление на сегмент государственного долга вследствие комфортного уровня ликвидности в банковском секторе (~3 трлн руб. на начало июня 2016 г.). Вместе с тем, мы отмечаем, что если регулятор в дальнейшем продолжит подобную политику, то банки начнут постепенно сокращать позиции в ОФЗ (~ 5 трлн руб. в общем портфеле), правда, влияние на котировки вторичного рынка, по нашему мнению, будет ограниченным.

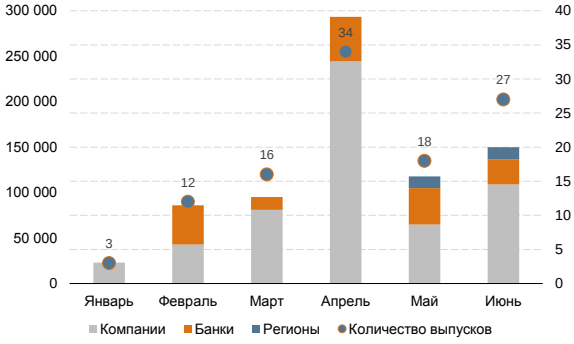
- **Министерство финансов обнародовало план заимствования на третий квартал 2016 г.** Планируется разместить облигации на общую сумму 240 млрд руб., что меньше, чем в предыдущие два квартала (в первом – 250 млрд руб. и во втором – 270 млрд руб.). Ведомство

Динамика ОФЗ и пары рубль/доллар (11 июля 2015 = 100)



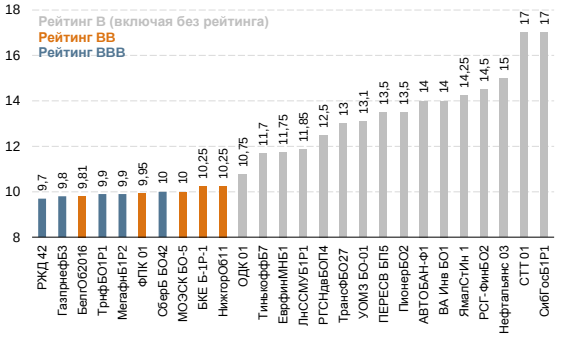
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Объем размещения первичного рынка 2016 г., млн руб.



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Купонные ставки первичного размещения за июнь %



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Структура предложения ОФЗ на третий квартал

Срок до погашения ОФЗ	Выпуски ОФЗ	Ориентировочный объем размещения ОФЗ млрд руб.
до 5 лет	24018 26216 29011 51001	40
от 5 до 10 лет	26217 29006	80
от 10 лет	26219 26218	120

Источники: данные Минфина; оценка: Велес Капитал

удлинило временную структуру предложения, отдав предпочтение долгосрочным бумагам (120 млрд руб.), тогда как в прошлом квартале основной объем займа пришелся на средний участок (130 млрд руб.). Структура предложения по типам бумаг изменилась несущественно, однако Минфин выпустит новые 5-летние инфляционные (51001) и 10-летние с фиксированной купонной ставкой (26219) ОФЗ. Эталонный 10-летний выпуск уже был предложен на первом аукционе третьего квартала, и спрос на него превысил предложение более чем в 2 раза. По нашим оценкам, если план на третий квартал будет полностью выполнен, то на конец года останется привлечь 50 млрд руб. Последние комментарии главы Минфина указывают на желание увеличить объем размещения (в соответствии с законом о бюджете на 2016 г. чистые внутренние заимствования составляют 300 млрд руб.), поэтому объем госзаймов может быть расширен вследствие новых прогнозов ведомства, предполагающих рост государственного дефицита по итогам 2016 г.

- Рынок федерального долга может получить поддержку покупателей на коротком и среднем участках, благодаря значительному предложению длинных бумаг. Мы думаем, что существующая инверсия выглядит чрезмерной, и достижение долгосрочных ставок доходности к 8% годовых станет последним шагом перед тем, как участники рынка начнут постепенно формировать «нормальный» наклон кривой ОФЗ. При этом если на глобальных рынках не появится новых потрясений, то процесс нормализации кривой будет относительно быстрым (6-12 мес.) из-за высокой концентрации нерезидентов, которые приступят к частичной фиксации прибыли и перераспределению спекулятивных ресурсов в более доходные инструменты. Кроме того, следует учитывать возросшую ликвидность выпусков 26217 и 26218, включенных в конце июня в индекс JP Morgan GBI EM, поэтому их движение теперь характеризуется высокой волатильностью.

- **В июне активность эмитентов на первичном рынке осталась высокой,** однако в отличие от предыдущих месяцев основное предложение исходило со стороны заемщиков с кредитным рейтингом single-B (16 из 27 выпусков). По итогам месяца примерный объем размещения (без учета ипотечных бумаг) рублевых облигаций составил 149,8 млрд руб. против 109,9 млрд руб. в мае. Компании разместили на 109 млрд руб. (64,9

млрд руб. в мае), банки – 27,3 млрд руб. (40 млрд руб. в мае), регионы – 13,5 млрд руб. (13 млрд руб. в мае).

- **Среди новых бумаг мы отмечаем дебютный выпуск Тинькофф Банк БО-07.** В ходе сбора заявок эмитент неоднократно снижал первоначальный ориентир купона, который с верхней границы предложения в 12,5% годовых опустился до 11,7% годовых, что стало лучшим результатом июня с точки зрения сужения первичного индикатива. По выпуску предполагается оферта через 1,5 г., доходность ~ 11,87% годовых. Мы положительно оцениваем финансовые результаты банка и проводимую политику в части удешевления пассивной базы вместе с улучшением контроля над качеством активов. Учитывая, что большинство корпоративных и банковских инструментов первого-второго эшелонов торгуются ниже 11% годовых, то бумаги **Тинькофф Банк** могут вызвать хороший спрос на вторичном рынке (техническое размещение прошло 29 июня 2016 г.). **Рекомендуем облигации к покупке.**

Артур Навроцкий, Василий Танурков,
Юрий Кравченко, Александр Костюков, Иван Манаенко
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 2016 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

Михаил Кантолинский
Сейлз-трейдер
MKantolinsky@veles-capital.ru

Владимир Мартыненко
Сейлз-трейдер
VMartynenko@veles-capital.ru

Аналитический департамент

Иван Манаенко
Директор департамента
IManaenko@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

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

Артур Навроцкий
Долговые рынки
ANavrotsky@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

Cyprus, Nicosia
Kennedy, 23 GLOBE HOUSE, 5th floor 1075
Телефон: +357 (22) 87-33-27, факс: +357 (22) 66-11-64
www.veles-int.com