

Макроэкономическая конъюнктура

«Мерфи был оптимистом!»

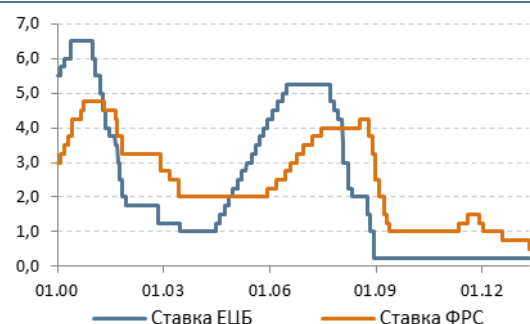
Комментарий Каллагана к закону Мерфи

■ Апрель преподнес глобальным площадкам серьезные испытания. В середине месяца вступил в силу запрет на торговлю американскими банками сырьевыми фьючерсами на собственный счет, что привело к резкому обвалу котировок сырья. В частности, нефть сорта Brent обвалилась на 10 долл. – с 110 долл. в начале месяца до 100 долл. к середине месяца, где и закрепились в последние недели. Резкое падение сырьевых площадок спровоцировало повсеместную фиксацию прибыли и на других международных рынках. Даже отчетность американских компаний, которые как раз в апреле начали публикацию финансовых результатов за 1-й квартал, не смогли смягчить негативный эффект, несмотря на ряд позитивных сюрпризов.

■ Между тем, если падение котировок сырья носило временный характер, то более долгосрочные негативные тренды начали вновь прослеживаться в мировой экономике. Так, темпы роста ВВП в Китае замедлились в марте до 7,7%, несмотря на проводимую правительством страны стимулирующую политику. Рост промпроизводства в Поднебесной снизился с 10,3% в феврале до 8,9% в марте. И хотя такие показатели нельзя назвать низкими, их замедление по сравнению с прогнозными значениями испугало участников.

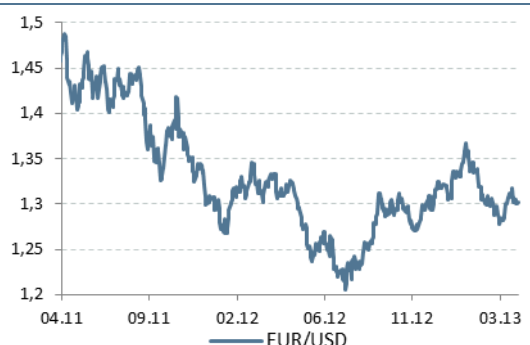
■ В Европе после скандального спасения Кипра ускорилось замедление деловой активности, что ставит под вопрос возможность выхода региона из рецессии во 2-м полугодии. Индекс PMI в ЕС в апреле снизился с 46,8 пунктов до 46,5 пунктов. Не осталась в стороне и Германия, где индекс PMI опустился с 49 до 47,9 пунктов. Впрочем, эти ухудшения в конечном итоге вынудили ЕЦБ прибегнуть к снижению базовой ставки в начале мая. **В мае тема усиления стимулирующей политики в Европе будет играть немаловажную роль в формировании глобальных настроений. Вполне вероятно, что ЕЦБ все же смягчит свою позицию и пойдет на дополнительные меры монетарного стимулирования, что снимет опасения усугубления рецессии в регионе.**

Динамика ключевых ставок



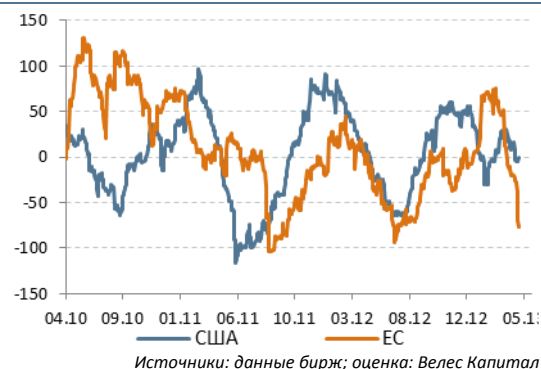
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Динамика курса евро



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Индекс экономических сюрпризов



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



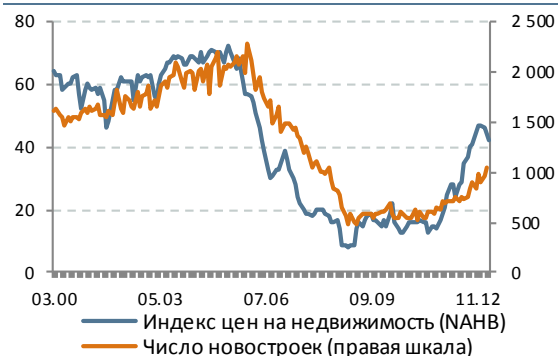
В довершение ослабления экономики стало заметно и в США, виною чему стал запуск автоматического секвестра расходов с 1-го марта. Было зафиксировано ухудшение потребительских настроений, снижение объема розничных покупок, роста числа новых рабочих мест. Вместе с тем, ухудшение статданных по Штатам развеяло опасения досрочного сворачивания программы QE3. Кроме того, поступившие в конце месяца позитивные данные по рынку труда внушают надежду на то, что негативное влияние секвестра окажется ограниченным.

Ослабление глобальных темпов роста негативно сказалось на состоянии и российской экономики. Правительство в апреле начало активно обсуждать риски сползания экономики в рецессию и необходимость введения стимулирующих мер. Будущий глава ЦБ Эльвира Набиуллина уже заявила, что видит возможным достижение темпов экономического роста в 3-4% в год вместо прогнозируемых на этот год 2,2%, при этом без ущерба борьбе с инфляцией. **Подобные заявления благоприятны для котировок акций и ОФЗ. С одной стороны, надежды на ускорение экономики поддержат спрос со стороны иностранных инвесторов, а с другой – обещания удержат инфляцию на текущем уровне не приведут к росту ставок на рынке.** На этом фоне важную роль играют предложения по стимулированию экономики, которые будущий глава ЦБ озвучит на встрече руководства правительства в Кремле.

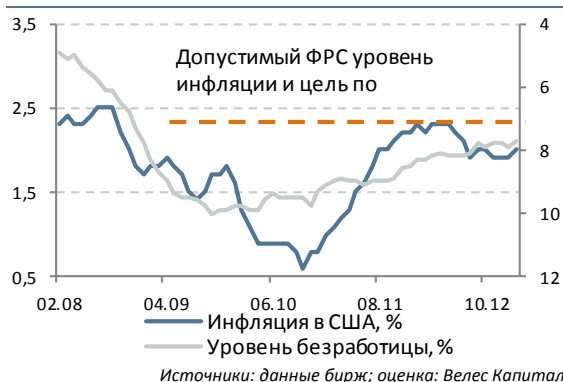
Со сменой главы Банка Японии подтвердились рыночные ожидания запуска беспрецедентной по масштабу программы количественного смягчения. Регулятор пообещал проводить скупку одновременно акций, облигаций и ETF на сумму 75 млрд долл. ежемесячно для достижения целевого показателя инфляции в 2%. После публикации решения ЦБ курс йены начал снижаться, и за месяц японская валюта потеряла почти 6%, приблизившись к отметке 100 долл. Для остальных финансовых активов действия регулятора придали долгосрочный положительный импульс, поскольку высвобождение ликвидности в Японии неминуемо распространиться и по другим мировым площадкам.

Вступление в силу в США с 15 апреля одного из пунктов закона Додда-Франка, запрещающего американским банкам проводить операции с сырьевыми фьючерсами за свой счет, стало основным событием для сырьевых рынков в апреле. К указанному сроку банки должны были полностью ликвидировать свои позиции на сырьевых рынках, что вызвало активные продажи по всему спектру

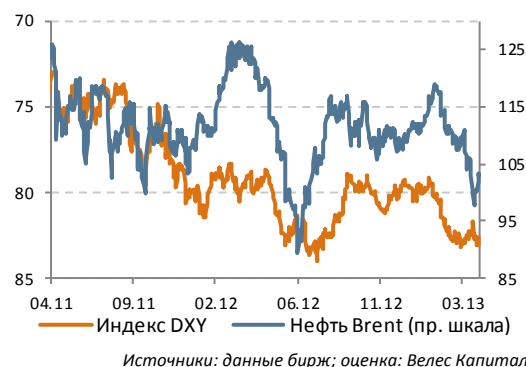
Рынок недвижимости набирает обороты



Соотношение инфляции и уровня занятости



Соотношение курса доллара и цены Brent





сырьевых активов. Дополнительным фактором падения котировок нефти стали негативные макроданные из Китая и США, а также обновления прогнозов по рынку нефти на 2013 г. от ОПЕК и МЭА. Апрельские прогнозы спроса от ОПЕК были понижены на 40 тыс. б/д по сравнению с мартовскими, прогнозы МЭА – на 45 тыс. б/д. Тем не менее, несмотря на снижение по сравнению с предыдущим месяцем, оба прогноза предполагают в текущем году рост глобального спроса на нефть на 0,9%. Вступление в силу запрета на торговлю сырьевыми фьючерсами фактически ознаменовало достижение «дна» котировками нефти – минимумы были достигнуты 18 апреля – на третий день после вступления закона в силу. Улучшения на рынке труда в США, заявления ФРС о возможном, в случае необходимости, увеличении объемов программы выкупа, а также снижение ставки ЕЦБ в начале мая дали заметный толчок котировкам черного золота, инерция от которого будет ощущаться до конца месяца. Тем не менее, высокие уровни запасов сырой нефти и моторного топлива, а также сохраняющийся высокий уровень длинных позиций спекулянтов ограничивают потенциал роста нефтяных котировок. **Мы ожидаем, что к концу месяца нефть все же сумеет закрепиться выше 105 долл. за баррель и вернется в диапазон 105-110 долл. за баррель.** В конце месяца заметным событием для нефтяного рынка станет очередное заседание ОПЕК, которое состоится в Вене 31 мая. **Мы не ожидаем каких-либо судьбоносных решений со стороны ОПЕК до тех пор, пока котировки удерживаются выше 100 долл. за баррель.** Отметим, что на фоне падения котировок нефти в апреле представители Венесуэлы призывали провести экстренную встречу картеля в связи с тем, что котировки нефтяных фьючерсов опустились ниже 100 долл. за баррель – уровня, который входящие в эту организацию государства рассматривают как приемлемый и для производителей, и для потребителей. Наше мнение подтверждается заявлениями официальных лиц – так, согласно заявлению представителя ОАЭ в ОПЕК Али Убейд аль-Ябхуни, ОАЭ выступает за сохранение квот на добычу ОПЕК на текущем уровне в 30 мб/д.

В апреле резкое падение сырьевых цен стало фоном для продолжения нисходящего тренда на российском фондовом рынке. Помимо турбулентности на внешних рынках, существенный «вклад» внесли и внутренние события – **нарастающая законодательная активность российской власти создает все больше угроз для инвесторов в российские бумаги.** Так, катастрофическое падение бумаг энергетического сектора в апреле стало

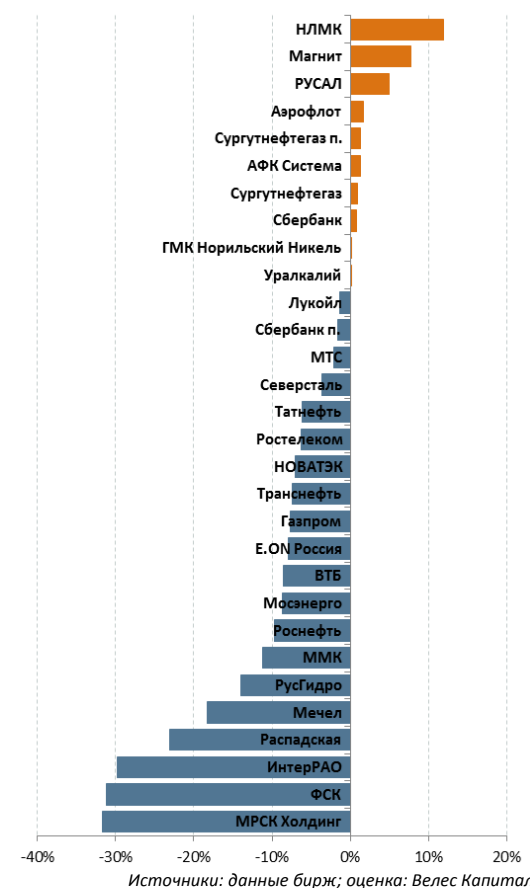
Запасы нефти и моторного топлива



Длинные позиции спекулянтов



Лидеры и аутсайдеры российского рынка



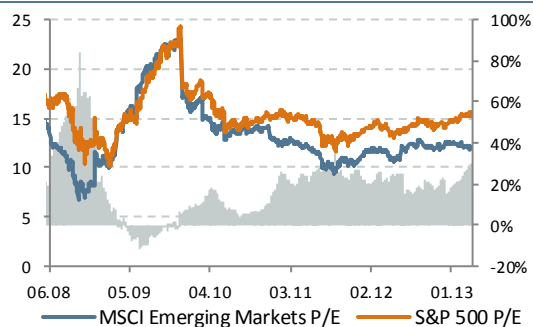


следствием принятия правительством стратегии развития электросетевого комплекса РФ до 2030 г. Новые инициативы по увеличению НДС на нефть стали дополнительным поводом для падения котировок нефтяных бумаг. Новые инициативы МЭР по снижению темпов роста тарифов на газ и электроэнергию создают новые угрозы инвесторам в газовые компании – Газпром, НОВАТЭК, и, отчасти, Роснефть, а также электрогенерирующие компании, не работающие на природном газе – РусГидро, ТГК-1 и Энел ОГК-5. Риторика вокруг необходимости снижения кредитных ставок все больше угрожает инвестициям в акции госбанков (Сбербанк и ВТБ) – логичным продолжением может стать введение того или иного рода ограничений процентной маржи банков (справедливости ради следует признать – крайне завышенной и действительно оказывающей угнетающее воздействие на экономику), находящихся в государственной собственности.

■ Период покупок дивидендных бумаг фактически завершился. Тем не менее, многие дивидендные бумаги сохраняют свою привлекательность. Отметим среди них бумаги производителей удобрений – в первую очередь **Акрон и ФосАгро, для которых, помимо восстановления спроса на удобрения в 2013 г., в ближайшем будущем позитивом может стать принятие предложений МЭР по снижению темпов роста цен на газ.** Традиционно остаются привлекательными акции **Магнита**. Перспективы смягчения КДП могут послужить поводом для роста интереса к девелоперским компаниям (ПИК, ЛСР, ГАЛС).

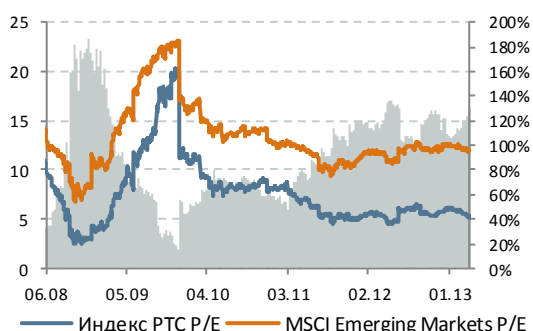
■ Апрель выдался достаточно напряженным для участников денежного рынка: банки перечисляли первые квартальные налоговые платежи, традиционно являющиеся серьезным испытанием для ставок и ликвидности. Не стали исключением и текущие платежи, в период которых индикативная межбанковская ставка MosPrime о/н обновила максимум с декабря 2012 г. и забиралась выше 6,5% годовых. В тоже время в течение всего периода апрельских платежей ЦБ щедро снабжал банки ликвидностью, выставляя рекордные лимиты на аукционах прямого РЕПО, что не позволило ставкам пойти еще дальше. В результате величина отрицательной чистой ликвидной позиции банков (разница между остатками банков на корсчетах и депозитах в ЦБ и задолженностью перед регулятором и федеральным бюджетом) подбиралась в дни пиковых платежей к значению в 1,5 трлн руб., что также стало максимумом с декабря 2012 г., когда рынок находился в ожидании бюджетной ликвидности.

Рисковая премия стабилизировалась



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Россия догоняет, потенциал сохраняется



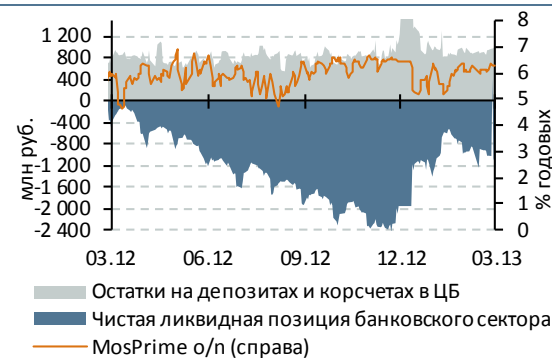
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

РТС отстает от CDS на Россию



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Ликвидность



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



Несмотря на то, что первые квартальные платежи остались позади, банкам вряд ли стоит рассчитывать на улучшение ситуации с ликвидностью в мае. Так, уровень межбанковских ставок, вероятно, не превысит апрельских значений, однако динамика ставок по-прежнему всецело зависит от объема лимитов ЦБ на аукционах прямого РЕПО. С учетом же того, что запасы ликвидности банков после уплаты налогов по-прежнему не восстанавливаются в полном объеме поступлениями из бюджета, можно предположить дальнейший рост объемов привлечения банков у ЦБ и «закрепление» отрицательной величины ликвидной позиции на уровне выше 1,5 трлн руб. В свою очередь, хотя лимитная политика ЦБ в целом заметно снизила колебания процентных ставок, рассчитывать на снижение MosPrime о/п ниже 6% годовых без поступления ликвидности из бюджета не приходится, и большую часть мая ставка, вероятно, будет находиться в диапазоне 6,0-6,5% годовых. К улучшению ситуации со ставками могло бы привести снижение процентных ставок Банком России (непосредственно по аукционному РЕПО), в пользу чего свидетельствуют последние данные о замедлении экономического роста в стране. Однако сохраняющиеся выше 7% годовые темпы инфляции по-прежнему остаются ключевым фактором, препятствующим смягчению процентной политики ЦБ.

В случае дальнейшего укрепления нефтяных котировок у рубля в мае будут хорошие шансы продолжить восстанавливать позиции, которые отечественная валюта начала терять еще в феврале, пребывая чуть выше 30 руб. против доллара. Впрочем, вернуть данный рубеж рублю удастся лишь в случае самого благоприятного развития событий на внешних рынках, а более вероятным в течение мая видится борьба отечественной валюты с американской за отметку в 31 руб.

Назначение нового главы ЦБ и объявление курса на стимулирование экономики при удержании инфляции в рамках 6% придали рынку рублевого долга сил. После кратковременного роста ставок на 10-20 б.п. на фоне глобального обвала сырьевых котировок, сегмент ОФЗ довольно-таки быстро восстановил силы. По итогам месяца доходность суверенных займов снизилась на 30-40 б.п., полностью перекрыв потери прошлого месяца. Корпоративный сегмент провел месяц довольно-таки спокойно. Сделки были сосредоточены в облигациях госкомпаний и качественных заемщиках 1-го и 2-го эшелонов.

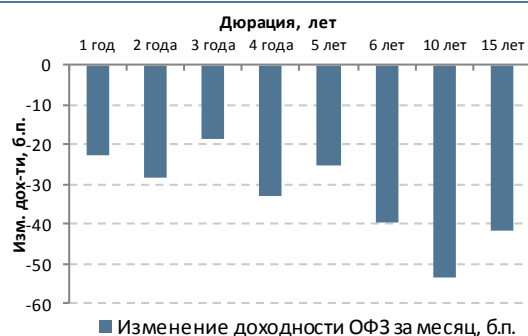
В мае мы не ожидаем серьезных ценовых колебаний на рынке рублевого долга. Ожидания смягчения КДП с приходом нового главы ЦБ уже во многом заложены в

Индекс ММВБ облигации, 2012 г.



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Изменение доходности ОФЗ за месяц



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



котировках бумаг, тогда как традиционная фиксация прибыли западными инвесторами в преддверии летних месяцев будет оказывать давление на котировки отечественных бумаг. При этом торговая активность в мае будет низкой из-за продолжительных выходных в первой половине месяца, что также будет сглаживать волатильность бумаг.

Анна Соболева, Василий Танурков
Юрий Кравченко, 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 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