

Макроэкономическая конъюнктура

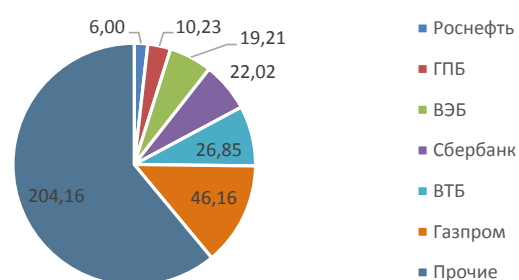
Жизнь под санкциями

■ **Украина.** Геополитический фактор в июле вновь вышел на первый план. Загадочное падение Boeing на территории ДНР сыграло на руку антироссийски настроенным американским политикам, которым удалось в кратчайшие сроки убедить европейских коллег ввести экономические санкции против России. Секторальные ограничения коснулись поставок оружия, оборудования двойного назначения и технологического оборудования для ТЭК. **Во многом эти меры носят декларативный характер и не нанесут серьезного урона для российской экономики, поскольку большую часть озвученного импорта можно заместить азиатским оборудованием.**

Вторая часть санкций предполагает ограничения на доступ к капиталу для российских госбанков, что в свою очередь уже может нанести ущерб российской экономике. США ввели запрет на покупку и продажу акций и облигаций, предоставление кредитов сроком более 90 дней ВЭБу, ГПБ, ВТБ, Банку Москвы, РСХБ, Роснефти и НОВАТЭКу. Европейские санкции в отношении финансового сектора практически повторяют американский вариант, под санкции попал также Сбербанк. Кроме того, санкции не распространяются на европейские «дочки» отечественных банков. Еще одним «ослаблением» со стороны Евросоюза является срочность санкций – они введены на год с пересмотром через 3 месяца. Меры же Штатов введены на неограниченный срок.

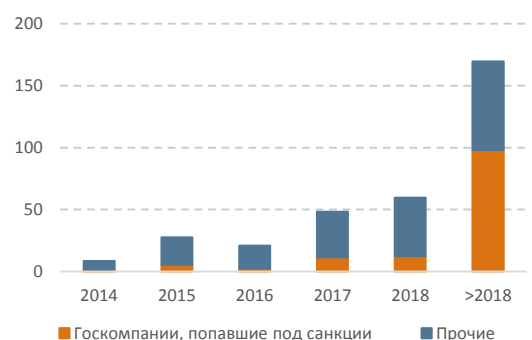
Ограничение на доступ к заемному капиталу крупнейшим госбанкам несомненно отразится на стоимости их фондирования, что в дальнейшем будет переложено на экономику в целом. Тем не менее, ограничение на доступ к европейскому заемному капиталу несет в себе ограниченную угрозу. Во-первых, российские компании могут переориентироваться на азиатские площадки. Во-вторых, зависимость от рынка публичного долга у России не столь высока. Всего до

Распределение публичного внешнего долга по компаниям, млрд долл.



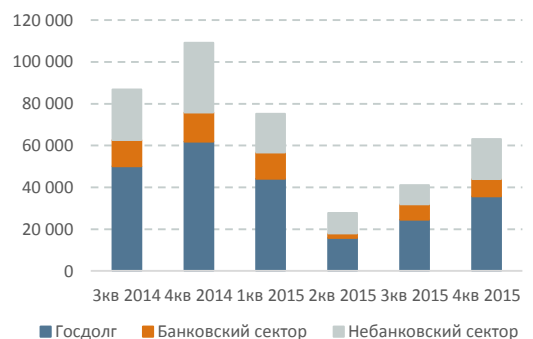
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

График погашения публичного внешнего долга российских компаний, млрд долл.



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

График погашения внешнего долга, млн долл.



Источники: данные ЦБ; оценка: Велес Капитал



конца 2015 г. российским компаниям предстоит погасить евробонды на сумму 42 млрд долл. Куда больший урон нанесет запрет на предоставление кредитов российским компаниям. К примеру, лишь до конца года банкам и компаниям предстоит погасить обязательства на сумму 84 млрд долл. и в случае закрытия европейского рынка явно могут возникнуть трудности с рефинансированием. Поддержать компании, попавшие под санкции, может ЦБ и правительство. Однако если западные партнеры пойдут еще дальше в вопросе секторальных санкций, необходимость возврата внешнего долга может быть поставлена под сомнение, тогда господдержка может и не потребоваться.

Тем не менее, острая фаза украинского кризиса может скоро пройти. Из-за бедственного положения украинской экономики и развала правящей коалиции правительству, вполне вероятно, в ближайшее время придется сместить фокус внимания с войны на Донбассе на экономические реформы. Уже в августе могут возникнуть проблемы с финансированием военной компании, вплоть до невыплат зарплат, тогда не исключено массовое дезертирство. Кроме того, из-за развала коалиции Украина может лишиться очередного транша кредита от МВФ. Таким образом, уже через пару месяцев Украине, возможно, будет нечем финансировать военную операцию, а надвигающийся бюджетный крах может привести и к новым волнениям на Майдане.

■ **ЕС и США.** В Европе и США месяц прошел без особых знаковых событий. Европа, по всей видимости, готовится к запуску QE, обещанного по итогам июньского заседания. Последние данные по инфляции указали на сохранение дефляционных рисков, что лишь подтверждает необходимость дальнейших шагов со стороны ЕЦБ. Инфляция в июле упала до минимума с 2009 г. и составила 0,4% (ожидалось 0,5%). Между тем, ситуация в экономике еврозоны остается напряженной, поэтому дополнительные меры стимулирования по-прежнему необходимы. В июле один из крупнейших банков Португалии Banco Espirito Santo столкнулся с финансовыми проблемами, и правительству пришлось предоставить помощь в размере 4,9 млрд евро. План спасения подразумевает разделение банка на два, причем акционерам и держателям неприоритетных долговых обязательств достанутся «плохие» активы. Стоит отметить, что в число крупных акционеров Banco Espirito Santo входит французский Credit Agricole, владеющий долей в 14,6%, поэтому **текущие проблемы португальского банка в**

Динамика инфляции в еврозоне



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Динамика курса EUR



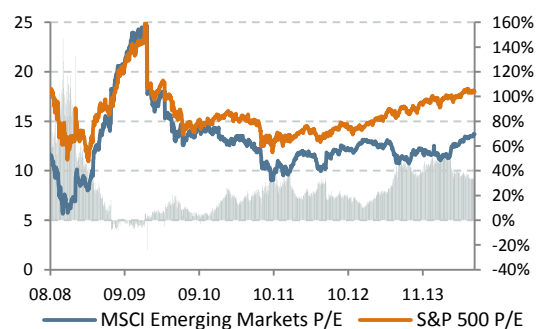
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Индекс экономических сюрпризов



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Рисковая премия развивающихся рынков начала сокращаться



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



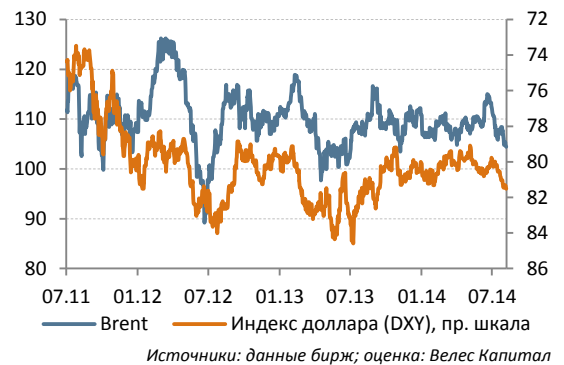
дальнейшем могут негативно сказаться на европейской банковской системе.

Штаты в июле смогли порадовать свежей порцией сильных статданных, что, впрочем, лишь укрепило опасения надвигающегося повышения ставки. Оценка ВВП за 2-й квартал была повышена до 4% годовых. Безработица по итогам июля составила 6,2%, а число рабочих мест продолжило расти на сумму в среднем превышающую 200 тыс. мест в месяц. Таким образом, ситуация в экономике США продолжает улучшаться, и планы ФРС по постепенному выходу из стимулирующей политики соответствуют этой динамике. На этом фоне рынки вновь начинают негативно реагировать на сильные статданные, опасаясь более скорого повышения ставки.

Нефть. В июле ряд факторов сыграли против котировок нефти. Реализовались ожидания сокращения рисков в результате переоценки рисков для рынка нефти в связи с ситуацией в Ираке. Начался долгожданный рост добычи в Ливии – после ввода в строй месторождения Эль Шарара и экспортных терминалов Эс-Сидер и Рас-Лануф добыча более чем удвоилась и достигла 430 тб/д. Уже в ближайшей перспективе добыча может достигнуть 800 тб/д. Дополнительное давление на котировки оказало закрытие крупного НПЗ в Коффивилле штат Канзас после пожара. Это вызвало опасения по поводу роста запасов сырой нефти в США. Эмоций добавило разрешение министерства торговли США двум тexasским компаниям начать экспорт сверхлегкой нефти (экспорт нефти из США разрешен впервые за 40 лет). Тем не менее, **вопрос полного снятия запрета на экспорт нефти на повестке дня не стоит и разрешение на экспорт сверхлегкой нефти является скорее вынужденной мерой** – большинство американских НПЗ ориентированы на тяжелую нефть и сверхлегкая нефть не находит рынка сбыта в США. Серьезное давление на котировки нефти оказывает укрепление доллара, начавшееся на фоне заметного улучшения ситуации в экономике США (и роста вероятности скорого перехода ФРС к ужесточению монетарной политики) и, напротив, ухудшения ожиданий в отношении экономики ЕС.

Несмотря на вышеперечисленные факторы, есть **целый ряд оснований считать, что на данный момент котировки нефти близки к локальному дну и в августе последует их рост и возвращение в диапазон 105-110 долл. за баррель марки Brent**. Улучшение ситуации в промышленности США и Китая, о котором сигнализируют индексы менеджеров по закупкам в производственной сфере обеих стран, в ближайшей перспективе будет вести к росту спроса на нефть. Об

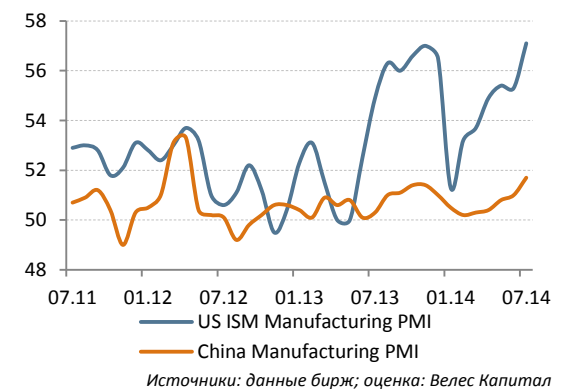
Нефть и курс доллара



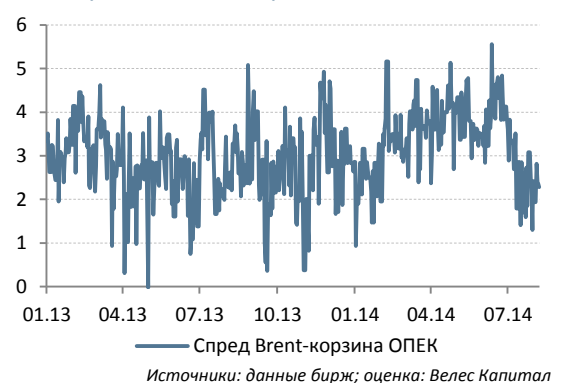
Расширение спреда США/Германия играет в пользу дальнейшего роста доллара



Деловая активность в производственной сфере США и Китая



Спред Brent к корзине ОПЕК, долл.



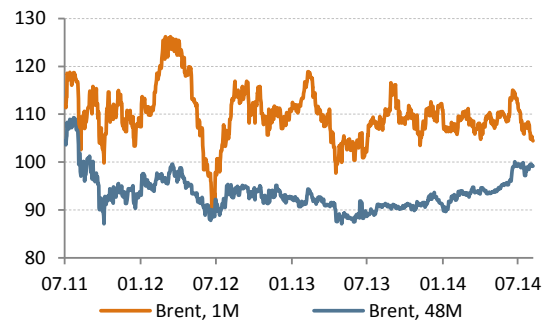


ожиданиях роста нефти сигнализирует также рост длинных 48-ми месячных фьючерсов – исходя из нормального исторического спреда коротких и длинных фьючерсов равновесный уровень цены на нефть марки Brent сейчас превышает 110 долл. за барр. Также на минимумах находятся значения спреда Brent к корзине ОПЕК. Мы полагаем, что в августе наиболее вероятным является сценарий роста котировок нефти. Закреплению котировок выше 110 долл. за баррель будет препятствовать дальнейшее укрепление доллара.

■ **Фондовый рынок.** Основным драйвером снижения котировок российских компаний в июле стало расширение санкций в отношении российских компаний со стороны ЕС и США. Наиболее существенное влияние окажет запрет на предоставление долгосрочного финансирования российским госбанкам, Роснефти и НОВАТЭКу, а также запрет на продажу оборудования и технологий российским нефтедобывающими компаниям. За счет импортного оборудования удовлетворяется порядка 25% потребностей российских нефтегазовых компаний и данный запрет в перспективе может привести к снижению темпов роста и даже к падению добычи в России. На фоне санкций провайдеры наиболее влиятельных фондовых индексов заявили о возможности исключения российских бумаг из расчетов своих индексов. MSCI уже заявила о запуске новых индексов, не включающих Россию. В результате управляющие получают выбор – перейти на новые индексы или продолжить использовать индексы, включающие российские бумаги. Наиболее высокие риски исключения из индексов связаны с ВТБ и могут реализоваться уже 8 августа. В зоне риска остается и Сбербанк. Также сохраняется угроза переориентации индексных фондов на индексы, исключаящие российские бумаги. В этой связи наибольшее значение имеет позиция управляющих фонда iShares MSCI Emerging Markets – крупнейшего ETF развивающихся рынков с активами, превышающими 42 млрд долл. На долю российских бумаг приходится 4,4% активов фонда, что составляет порядка 1,9 млрд долл. Отметим при этом, что и MSCI и FTSE сходятся во мнении о том, что Роснефть и НОВАТЭК в любом случае останутся в индексах, так как санкции в отношении этих компаний распространяются только на их долговые обязательства.

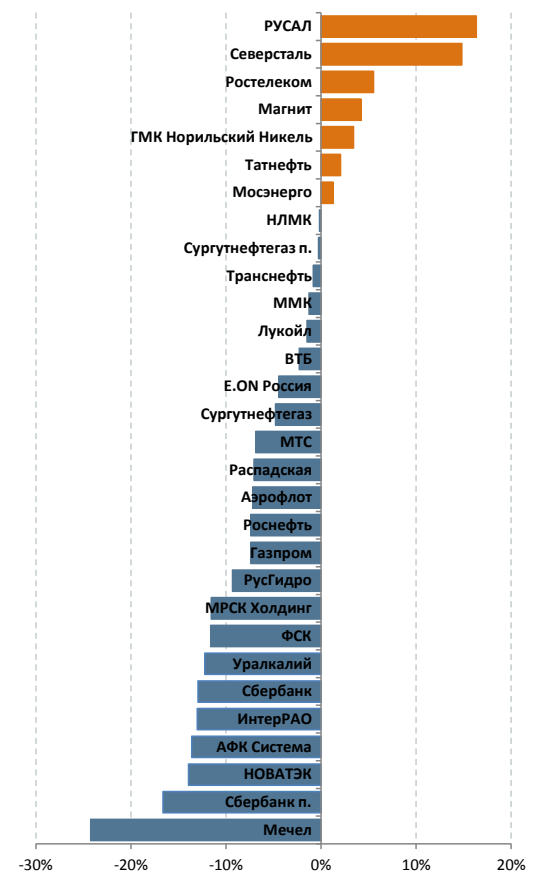
Угроза дальнейшего расширения санкций сохраняется. В этих условиях инвестиции в акции российских компаний требуют крайней осторожности. Одним из немногих секторов, пока выигрывающим от ситуации на Украине больше, чем

Рост длинного фьючерса на Brent создает поддержку котировкам нефти



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Лидеры и аутсайдеры российского рынка



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



проигрывающим от санкций является металлургический. В связи с остановкой импорта украинской стальной продукции цены на сталь на внутреннем рынке выросли на 5-15%, при этом продолжается снижение цен на коксующийся уголь, цены на который находятся на семилетних минимумах. Разница в ценовой динамике идет на пользу сталелитейщикам с низкой долей угольного сегмента – в первую очередь НЛМК, а также ММК. В связи с продажей американских активов привлекательна также покупка Северстали – компания по итогам года может отправить на дивиденды значительную часть вырученных от продажи средств (дивидендная доходность может превысить 16%).

В нефтегазовом секторе мы рекомендуем обратить внимание на ЛУКОЙЛ – компания в августе-сентябре выплатит промежуточные дивиденды в размере 60 руб. на акцию (3,1% к текущим котировкам). Кроме того, во второй половине года ожидается существенный рост денежного потока компании в связи с началом получения возмещения инвестиций по проекту Западная Курна. На текущих уровнях крайне привлекательно выглядят акции НОВАТЭКа – судя по всему влияние санкций на компанию переоценивается инвесторами, вероятность исключения бумаг из индексов невелика, да и проект Ямал СПГ никак не пострадает в результате санкций. В условиях ожидаемого укрепления доллара логичной покупкой являются также префы Сургутнефтегаза.

■ **Денежный рынок.** Прошедший месяц на денежном рынке был в очередной раз омрачен решением Банка России повысить ключевую ставку (с 7,5% до 8,0% годовых). Свое решение регулятор обосновал тем, что замедление темпа роста инфляции в июле 2014 г. происходило меньшими темпами, чем ожидалось. Одновременно ЦБ отметил, что инфляционные риски возросли, что стало результатом геополитической напряженности (с соответствующим потенциальным влиянием на курс рубля) и возможными изменениями в тарифной политике. Как и в предыдущем пресс-релизе, в этот раз Банк России вновь пригрозил дальнейшим повышением ставки в случае сохранения инфляционных рисков.

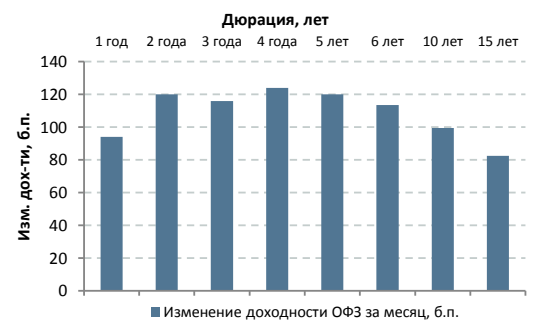
Отметим, что в целом решение регулятора укладывается в русло его негативной риторики в пресс-релизах последних месяцев. Тем не менее, очередной раунд повышения ставок все же стал неприятным сюрпризом для рыночного большинства. После решения ЦБ ставки денежного рынка скорректировались вверх вслед за ключевой ставкой регулятора. В результате индикативная MosPrime o/n в конце месяца поднялась выше 9% годовых, хотя с

Индекс ММВБ облигации



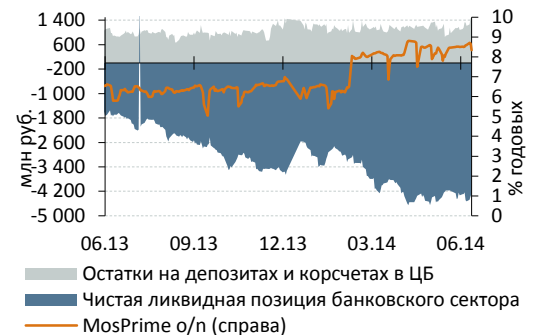
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Изменение доходности ОФЗ за месяц



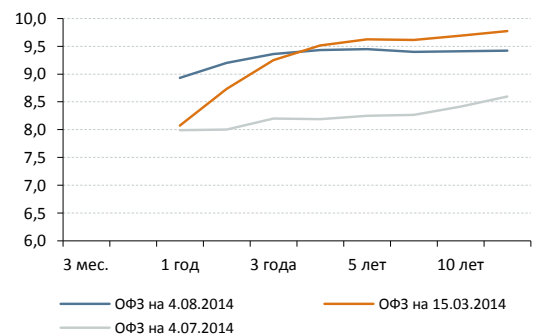
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Ликвидность



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Динамика кривой ОФЗ



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



окончанием налогового периода скорректировалась вниз с данного уровня.

- ✎ После очередного повышения ставок угрозы об их дальнейшем повышении выглядят вполне реальными, что, впрочем, во многом будет определяться внешними политическими факторами. В то же время мы полагаем, что повышение ставок в июле все же станет последним в текущем году, так как регулятор своими жесткими действиями, по сути, уже «закладывает фундамент» для достижения целевых ориентиров по инфляции на следующий год, и решение ЦБ, на наш взгляд, носило во многом превентивный характер, тогда как своими предыдущими решениями Банк России по сути уже реагировал на реализовавшиеся инфляционные риски.
- ✎ Несмотря на очередной этап удорожания стоимости ликвидности на рынке, мы полагаем, что обстановка на денежном рынке в ближайшее время останется стабильной. Основной объем ликвидности банки по-прежнему получают через операции недельного РЕПО с ЦБ. В отдельные периоды высокий уровень утилизации рыночного обеспечения не позволяет участникам аукционов РЕПО ЦБ в полной мере использовать лимиты регулятора. Однако в этих случаях банки успешно используют другие источники, более дорогие, но не требующие рыночного обеспечения. К таким источникам относятся преимущественно операции «валютный своп» с ЦБ и депозитные аукционы Федерального казначейства. Таким образом, банки всегда имеют возможность «добрать» необходимый объем ликвидности, используя вышеназванные инструменты, стоимость которых и ограничивает рост ставок на межбанковском рынке.
- ✎ Рубль по-прежнему остается под давлением геополитической обстановки, и в августе ситуация вряд ли изменится. Участники рынка с тревогой следят за развитием военного конфликта на Украине, на фоне которого влияние на рубль таких факторов, как цены на нефть, денежно-кредитная политика ФРС и ЕЦБ, налоговые платежи и цикл повышения ключевой ставки Банка России на внутреннем рынке, сводится к минимуму.
- ✎ При этом, с одной стороны, доллар в паре с рублем уже находится вблизи максимумов, соответствующим «пиковым» уровням 1-го квартала 2009 г. и 2014 г., с другой — Банк России в настоящее время не осуществляет валютные интервенции на текущих уровнях в отличие от упомянутых периодов, где ЦБ на тот момент уже оказывал всю возможную поддержку отечественной валюте. Таким образом, участники имеют определенный «потенциал» для покупки валюты при подходящем новостном фоне. К тому же



население и, в частности, рублевые вкладчики, к настоящему времени, вероятно уже привыкли к текущим уровням основных валютных пар и гораздо более «подготовлены» к росту доллара, например, на 1,5-2 руб. в отличие от первого квартала 2014 г., когда девальвация рубля могла привести к полномасштабной панике банковских клиентов с рублевыми остатками. Поэтому в настоящее время у ЦБ нет задачи – любой ценой сдержать падение рубля. Даже от инфляционных рисков, к которым ведет ослабление рубля, ЦБ уже застраховался очередным повышением ставок. Таким образом, мы не исключаем, что в августе может увидеть 37 руб. за доллар и 49 руб. за евро.

- **Долговой рынок.** После двухмесячного затишья в июле долговой рынок вновь оказался под давлением продавцов из-за обострения ситуации на Украине и введения экономических санкций в отношении России со стороны ЕС и США. Также неожиданный удар нанес Центробанк, повысив ставку недельного РЕПО до 8% годовых. На этом фоне доходность ОФЗ вновь поползла вверх и вернулась к максимумам середины марта. В среднем доходность гособлигаций выросла за месяц на 1-1,5 п.п. Корпоративный сегмент остается по-прежнему неактивным и поэтому устойчивым к внешним новостям. Наиболее ликвидные займы потеряли в среднем за месяц по 0,5-1,5 п.п. Основной объем торгов сосредоточился на облигациях госкомпаний – ВЭБ, ФСК, Росбанк, ВТБ.
- В перспективе ближайшего месяца мы не видим поводов к оптимизму. Ключевым драйвером по-прежнему останется ситуация на Украине. Возможные выводы о катастрофе Boeing с последующей реакцией Запада вполне могут оказать давление на котировки отечественных займов. Поэтому мы рекомендуем воздерживаться от спекулятивных сделок на долговом рынке и по-прежнему придерживаться стратегии удержания до погашения. К примеру, доходность свыше 10% на дюрации до года в настоящий момент предлагаю займы Вымпелком-1, -2, -4, ВТБ-6, РСХБ-9, БО-7, Глобэкс БО-9, ГПБ БО-8.

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 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

Михаил Кантолинский
Сейлз-трейдер
MKantolinsky@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