

Макроэкономическая конъюнктура

- Приостановка работы правительства США в октябре привела к противоположному эффекту, нежели предполагалось изначально. Статданные за октябрь оказались неожиданно сильными, что вновь возродило опасения сворачивания QE в декабре. Число рабочих мест в октябре составило 204 тыс, превысив показатели за последние 7 месяцев. При этом инфляция, второй целевой показатель ФРС, снизилась в октябре до 1% в годовом выражении благодаря снижению цен на энергоносители. Поскольку при этом Core CPI остался на комфортном уровне 1,7%, снижение инфляционного давления именно за счет цен на энергоносители не несет в себе рисков дефляции, а скорее в дальнейшем благоприятно скажется на потребительском спросе. В довершении рост ВВП в 3-м квартале составил 2,8%, превысив прогнозы на 0,8 п.п. На фоне неожиданно сильных статданных шансы на сокращение QE значительно возросли в последние недели. **Данные по рынку труда, опубликованные в начале декабря, продемонстрировали продолжение улучшения ситуации с занятостью, что дает дополнительные основания ожидать, как минимум, символического сокращения объема QE в декабре.**
- ФРС посылает противоречивые сигналы в отношении сроков сворачивания QE. С одной стороны, Дж. Йеллен – вероятный приемник Б. Бернанке на посту главы федрезерва, подтвердила, что продолжит придерживаться ультра-мягкой денежно-кредитной политики. Но с другой, члены комитета по открытым рынкам (Дж. Лэкер, Дж. Буллард) стали все чаще высказываться, если не о планах рассмотреть сокращение QE уже в декабре, то, по крайней мере, о необходимости этих действий в самое ближайшее время. **Отсутствие единого мнения в очередной раз показывает, что в декабре, вполне вероятно, ФРС рассмотрит вопрос о сокращении QE. Вместе с тем, мы полагаем, что сокращение, если и произойдет, будет символическим дабы вновь не шокировать рынки, поэтому вполне может пройти безболезненно.**

Contra spem spero

Индекс экономических сюрпризов



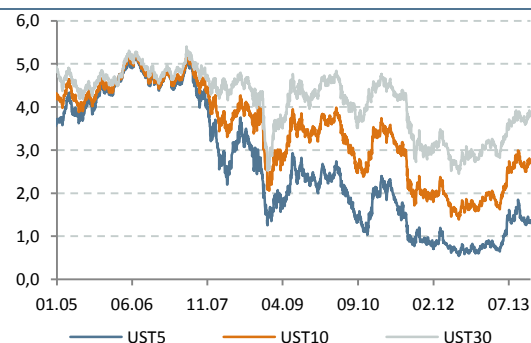
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Соотношение занятости и числа рабочих мест в США



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Динамика доходности Treasuries



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

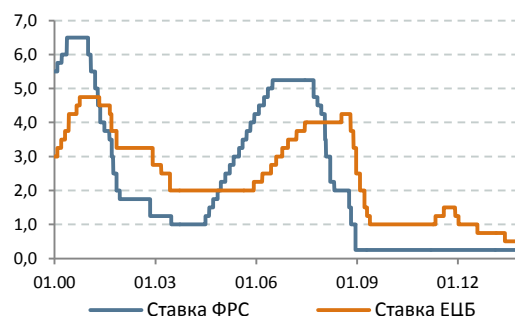


Еще одним фактором риска в декабре выступит новый раунд переговоров по бюджету США. Напомним, что в ходе октябрьских переговоров, законодатели договорились о повышении потолка госдолга до 7 февраля и финансировании правительства до середины января, но бюджет на 2014 г. должен быть утвержден до 13 декабря. **Поскольку до сих пор никаких прорывных соглашений по этому вопросу не поступало, не стоит исключать, что в декабре рынки увидят очередную бюджетную драму.**

ЕЦБ в октябре удивил рынки, снизив базовую учетную ставку до 0,25%. Правда, влияние этого события оказалось непродолжительным. Евро лишь на непродолжительный период отреагировал снижением и к концу месяца вернулся к отметке 1,35 долл., поэтому экономике могут потребоваться новые стимулы. Следующее заседание ЕЦБ пройдет 5 декабря, и в СМИ уже начала просачиваться информация о возможном установлении отрицательной ставки по депозитам. Также рассматривается вопрос о запуске европейского аналога QE и новом раунде LTRO сроком на год. **Если регулятор примет решение о расширении стимулирующей программы, то это даст рынкам мощный позитивный заряд.** Установление отрицательной депозитной ставки заставит банки начать кредитование, вместо накопления средств на балансе ЕЦБ, поэтому введение подобной меры вполне может подстегнуть ускорение роста европейской экономики.

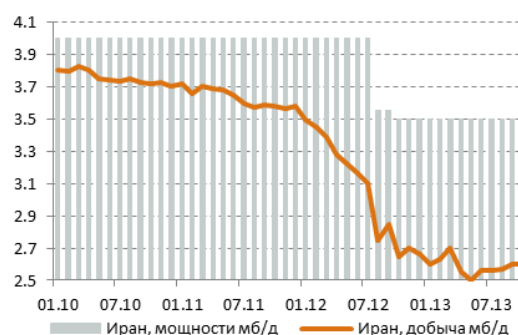
Мощным драйвером снижения котировок нефти в ноябре грозили стать результаты переговоров по иранской ядерной проблеме. Как и ожидалось, переговоры в Женеве между «шестеркой» международных посредников и Ираном завершились достижением соглашения, в соответствии с которым на ближайшие полгода Тегеран замораживает свою ядерную программу. Иран согласился отказаться от размещения новых центрифуг для обогащения урана, обязался допустить на свои ядерные объекты международных инспекторов и заморозить строительство тяжеловодного ядерного реактора, технически способного вырабатывать оружейный плутоний. Взамен Исламская Республика получила частичное смягчение экономических санкций на общую сумму 7 млрд долл. Речь идет прежде всего о размораживании иранских зарубежных активов. «Шестерка» посредников обязалась приостановить деятельность, направленную на снижение объемов экспорта иранской нефти-сырца, и допускает возврат финансовых средств, полученных Ираном от продажи углеводородов, но удерживаемых за рубежом. Для таких продаж нефти приостанавливается действие

Динамика учетной ставки ФРС и ЕЦБ



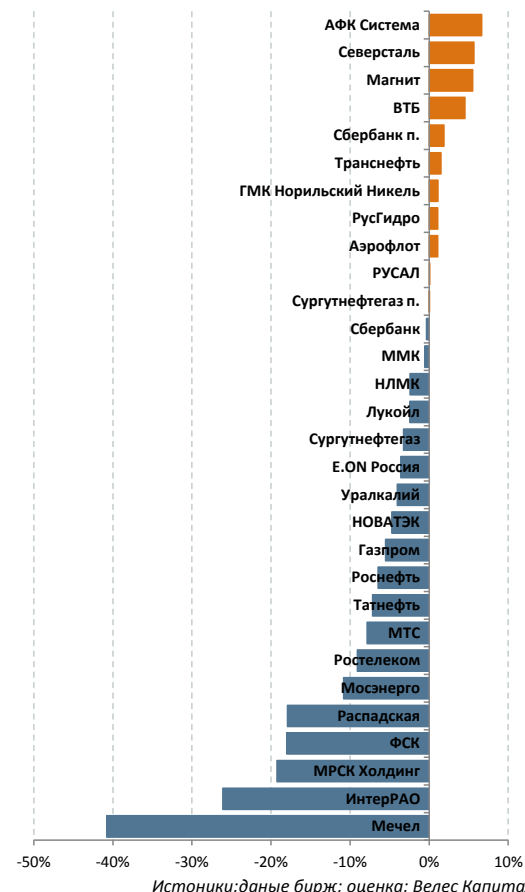
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Добыча и мощности Ирана



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Лидеры и аутсайдеры российского рынка



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



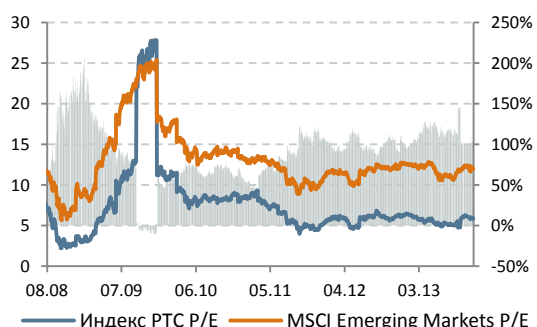
санкций ЕС и США в отношении сопутствующих страховых и транспортных услуг. США и ЕС приостанавливают действие санкций в отношении экспорта иранских нефтепродуктов и в отношении сопутствующих продаже нефти услуг (страхование, транспортировка, финансовые услуги). Также, «шестерка» посредников не будет инициировать в СБ ООН и ЕС введение против Ирана новых санкций, связанных с ядерной деятельностью. В дальнейшем стороны намерены закончить обсуждение и начать претворение в жизнь заключительного этапа на пути создания всеобъемлющего договора не позднее чем через год после подписания Женевского соглашения от 24 ноября. Финальный шаг отменит в полном объеме санкции СБ ООН, многосторонние и национальные санкции, введенные в связи с ядерной деятельностью. Несмотря на то, что достигнутые договоренности стали настоящим прорывом, непосредственный эффект для рынка нефти оказался ограниченным – санкции на экспорт сырой нефти могут быть сняты лишь в перспективе, пока же на рынке доминируют краткосрочные факторы, основным среди которых стало очередное обострение ситуации в Ливии – новые столкновения между армией и боевиками опять привели к сбоям поставок. **По нашему мнению, на текущий момент накопился целый ряд факторов, которые могут в ближайшей перспективе привести к заметному «проседанию» котировок нефти.** Помимо того, что экспорт нефти для Ирана в результате достигнутых договоренностей существенно облегчится уже в настоящий момент, перспектива полной отмены санкций будет оказывать перманентное давление на рынок. При этом в ходе очередного заседания министров энергетики стран-членов ОПЕК в Вене было принято решение не менять квоты на добычу нефти (сохранив их на уровне 30 мб/д), несмотря на обещания Ирана и Ирака значительно нарастить поставки в ближайшее время. Согласно прогнозам Международного Энергетического Агентства (МЭА), спрос на нефть ОПЕК составит в 2014 г. 29,1 мб/д. По данным Министерства Энергетики США, добыча нефти в США в октябре впервые с февраля 1995 г. превысила чистый импорт нефти и одно только увеличение предложения со стороны стран, не входящих в ОПЕК, продолжит превышать увеличение совокупного спроса со стороны мировой обрабатывающей промышленности в 2014 г. **В условиях ожидаемого избытка предложения требуется лишь небольшой толчок для начала снижения котировок – катализатором такого снижения может стать начало сворачивания программы количественного смягчения в США. В этих условиях мы ожидаем постепенного возврата котировок нефти в диапазон 100-105 долл. за баррель марки Brent.**

Рисковая премия вернулась к максимумам



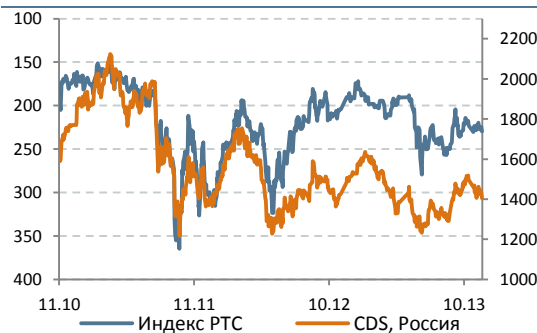
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Россия продолжает отставать



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

PTC и CDS на Россию



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



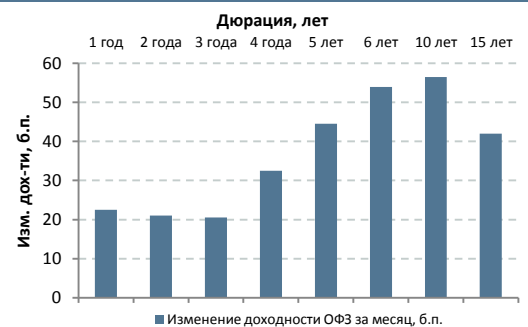
- ❏ **Декабрь на российском фондовом рынке пройдет под знаком банковского кризиса и ожиданий начала сворачивания QE.** В таких условиях традиционного рождественского ралли может и не произойти. В любом случае в нынешних условиях стоит отбирать бумаги очень аккуратно, не стоит ожидать резкого роста по всему спектру бумаг. **Мы бы рекомендовали при любом сценарии (наличие/отсутствие ралли) обратить внимание на бумаги, слабо зависимые от цен на сырье** – например **Магнит и МТС** – интересной идеей для акций этих компаний является приход Euroclear на российский рынок акций, в результате чего можно ожидать подтягивания котировок на внутреннем рынке к ценам ADR (премия ADR к внутреннему рынку для этих бумаг составляет порядка 20%). Продолжение проблем в банковском секторе очевидным образом играет на руку крупнейшим госбанкам – напуганные ситуацией вкладчики, вероятно, будут переводить средства в «безопасные» **Сбербанк и ВТБ** – бумаги госбанков могут быть относительно более привлекательными объектами вложений в нынешней ситуации. Также интерес представляют дивидендные бумаги, отсечки по которым проходят обычно в самом начале года – стоит обратить внимание на **префы НКНХ**, отсечка по которым ожидается в конце февраля – начале марта, а дивидендная доходность может составить порядка 10%.
- ❏ Налоговый период в ноябре, как и сам месяц, прошли на денежном рынке без существенных потрясений, однако в очередной раз выявили одну из ключевых проблем на сегодняшний день – высокий уровень обременения рыночного обеспечения у кредитных организаций. Так, в дни крупных налоговых выплат однодневные лимиты по прямому РЕПО Банка России в большинстве случаев «выбирались» не полностью, хотя регулятор ограничивался относительно скромными суммами. При избытке ликвидности на аукционах ЦБ банки проявляли повышенный интерес к инструментам, не требующим рыночного обеспечения – депозитам Федерального казначейства и операциям «валютный своп» с Банком России. Таким образом, уровень задолженности банковского сектора по прямому РЕПО перед ЦБ на отметке 2,3-2,5 трлн руб. является для отдельных игроков пороговым в плане дальнейшего использования рыночного обеспечения.
- ❏ В настоящее время основные надежды участников рынка традиционно связаны с всплеском бюджетных расходов в конце года и поступлением соответствующего объема ликвидности в систему. Впрочем, как показывает практика предыдущих лет, ожидать данных ресурсов стоит не раньше января, а положительный эффект от их притока на рынок будет носить лишь локальный характер.
- ❏ На внутреннем валютном рынке доллару в ноябре удалось укрепиться почти на рубль к отечественной валюте,

Индекс ММВБ облигации



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Изменение доходности ОФЗ за месяц



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



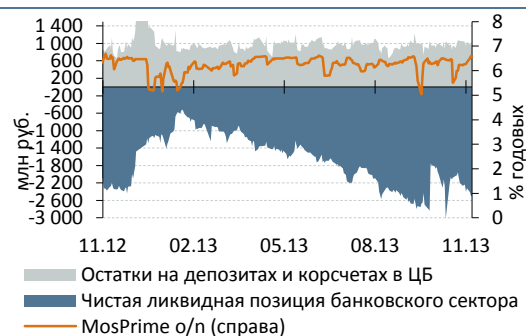
преодолев к концу месяца отметку в 33 руб., и пока ключевые факторы играют не в пользу рубля. Угроза сворачивания стимулирующей программы QE в США продолжает оказывать давление на мировые рынки и соответственно поддерживает американскую валюту. В свою очередь, на внутреннем рынке на декабрь приходится существенный объем выплат по внешнему долгу (почти 30 млрд долл.), половина из которого как раз таки приходится на корпоративный сектор, что, вероятно, уже сейчас заставляет компании аккумулировать валюту. Кроме того, традиционный всплеск бюджетных расходов с приходом на рынок рублевой ликвидности также является негативным фактором для отечественной валюты. Отметим, что цены на нефть хотя и не оказывают видимой поддержки рублю, однако остаются на удивление стабильными после соглашения Ирана и «шестерки» — в противном случае, ослабление рубля могло бы быть гораздо более существенным.

✎ Ноябрь на российском долговом рынке прошел очень напряженно. Сначала опасения сворачивания QE вновь ударили по спросу иностранных инвесторов на активы защитных стран, а потом и отзыв лицензии Мастер Банка спровоцировал волну беспокойств за стабильность банковской системы России. Не остался в стороне и внезапный обвал котировок акций Мечела, который был воспринят инвесторами как сигнал к высокой вероятности банкротства компании, что спровоцировало распродажи и бондов компании. В частности, выпуск Мечел-14 потерял в цене за месяц почти 8 фигур. Под удар попали и займы Русала, также обремененного долгами. Их котировки упали в пределах 1 п.п. Между тем, новостной фон вокруг Русала складывается нейтральным, поэтому мы не видим причин к бегству из займов компании.

✎ До конца года мы не видим сильных поводов для оптимизма на рынке локального долга. Риски сворачивания QE будут довлеть над рынком на протяжении всего месяца, подогревая продолжение роста ставок рублевых займов. На внутреннем рынке ситуация также будет складываться не в пользу последнего. Напряженность вокруг банковского сектора и отсутствие драйверов к росту рубля будут неблагоприятно сказываться на котировках займов. В этой связи мы рекомендуем воздержаться от принятия излишнего риска и при необходимости разместить средства, пересидеть окончание года в коротких облигациях надежных заемщиков. Наиболее подходящими видятся нам выпуски ФСК-18, Вымпелком-3, ВТБ-6, Система-2, Номос БО-3, БО-5.

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

Ликвидность



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».



Департамент активных операций

Евгений Шиленков
Директор департамента
EShilenkov@veles-capital.ru

Денис Саранцев
Управляющий директор по активным операциям
DSarantsev@veles-capital.ru

Михаил Васильев
Заместитель управляющего директора по
активным операциям
MVasilyev@veles-capital.ru

Александр Антипов
Начальник управления операций на рынке акций
AAntipov@veles-capital.ru

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

Вячеслав Беззубенко
Сейлз-трейдер
VBezzubenko@veles-capital.ru

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

Артем Московский
Сейлз-трейдер
AMoskovsky@veles-capital.ru

Аналитический департамент

Иван Манаенко
Директор департамента
IManaenko@veles-capital.ru

Айрат Халиков
Металлургия, Машиностроение
AKhalikov@veles-capital.ru

Василий Танурков
Нефть и газ, Химия и удобрения
VTanurkov@veles-capital.ru

Юрий Кравченко
Банковский сектор, Денежный рынок
YKravchenko@veles-capital.ru

Анна Соболева
Долговые рынки
ASoboleva@veles-capital.ru

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

Юлия Фрумкина
Потребительский сектор
YFrumkina@veles-capital.ru

Россия, Москва, 123610,
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18
Телефон: +7 (495) 258 1988, факс: +7 (495) 258 1989
www.veles-capital.ru

Украина, Киев, 01025, Б. Житомирская ул., д. 20
Телефон: +38 (044) 459 0250, факс: +38 (044) 459 0251
www.veles-capital.ua