

Макроэкономическая конъюнктура

Лимит позитива исчерпан?

США

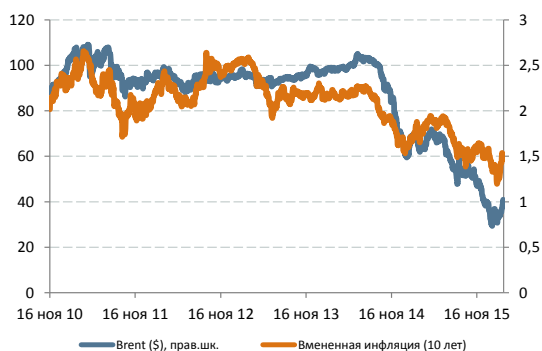
✚ Последний месяц для американских фондовых рынков сложился довольно удачно. Сила покупателей немного вернулась, что помогло рисковым активам скорректироваться с минимальных отметок текущего года благодаря решительным действиям Банка Китая и мягкой позиции ФРС. Согласно последнему протоколу, денежные власти обеспокоены нестабильностью китайской экономики и резким ослаблением юаня, а также неблагоприятной конъюнктурой рынка углеводородов, оказывающих негативное влияние на восстановительные процессы страны.

✚ В середине февраля глава ФРС выступила перед Конгрессом и подтвердила возникшие риски для экономики США. В дополнение Джанет Йеллен отметила, что процентные ставки будут повышаться по мере поступающих позитивных внутренних и внешних данных.

✚ Некоторые респонденты стали активно обсуждать вопрос введения отрицательных ставок, используемых многими развитыми странами. Мы думаем, что эта идея носит вербальный характер для того, чтобы предотвратить рыночную турбулентность с начала года, так как подобные действия маловероятно смогут подстегнуть банки к сокращению избыточных резервов и более активно работать на рынке кредитования. По сути отрицательные ставки являются дополнительным налоговым бременем, что де-факто означает ужесточение монетарных условий. Кроме того, бывший председатель ФРС Алан Гринспен отметил непродуктивность подобных мер, так как подобная политика со временем деформирует инвестиционные решения в реальном секторе экономики.

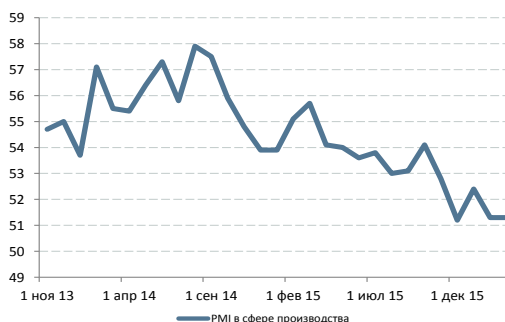
Несмотря на весь негатив, сформировавшийся за несколько месяцев, январская макроэкономическая картина демонстрирует признаки улучшения и вернула надежду инвесторам, что проблемы в стране вместе с неблагоприятной внешней обстановкой являются временным обстоятельством.

Вмененная инфляция – слабые ожидания



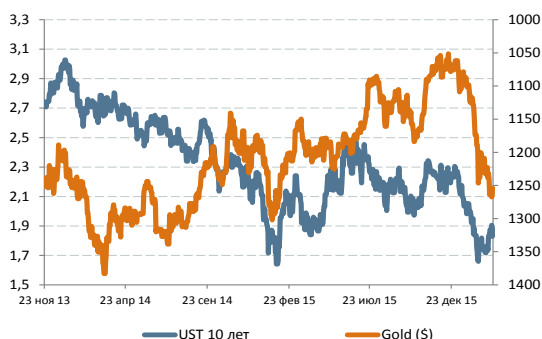
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Активность в производственном секторе демонстрирует стагнацию



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Спрос на защитные активы остается высоким



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



В начале марта регулятор опубликовал Бежевую книгу, в которой отмечается рост экономической активности в семи из двенадцати округов. Бизнес-сообщество более оптимистично оценивает перспективы развития собственного бизнеса. Потребительские расходы в большинстве регионов увеличились, хотя в некоторых зафиксирована стагнация. Промышленное производство практически не изменилось, однако интересно отметить, что менеджмент реального сектора в очередной раз подтвердил препятствия для развития промышленности в случае чрезмерного укрепления национальной валюты.

По нашим прогнозам, на ближайшем заседании Комитет по операциям на открытом рынке оставит ставку на прежнем уровне (0,25-0,5%), а также сохранит мягкую позицию в отношении темпов нормализации процентных ставок и подтвердит озабоченность относительно проводимой политики НБК, которая не совсем убедительно сглаживает отрицательные настроения инвесторов.

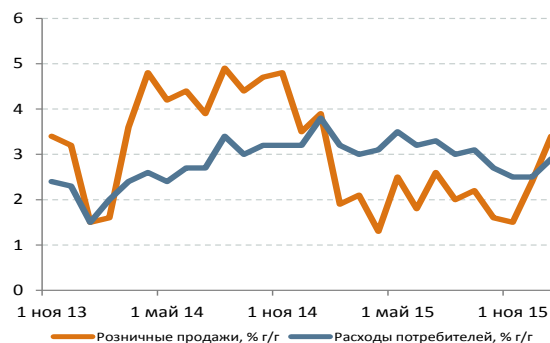
ЕС

В еврозоне основные проблемы остаются прежними – высокие дефляционные ожидания, низкая деловая активность в производственном секторе и относительно слабая отдача программы количественного смягчения, хотя некоторые позитивные моменты все же отмечены официальными лицами ЕЦБ.

В феврале опубликован протокол январского заседания. Руководители ЕЦБ сошлись во мнении, что риски для экономики еврозоны увеличились на фоне высоких колебаний финансовых и сырьевых рынков, а также ослабления экономических позиций ведущих торговых партнеров (ЕМ). Согласно протоколу, регулятор ожидает отрицательную инфляцию в отдельных месяцах из-за понижающей динамики цен на энергоносители. Однако расширение программы по выкупу активов зависит от долгосрочных прогнозов Еврокомиссии по стоимости нефти, которые остаются относительно позитивными.

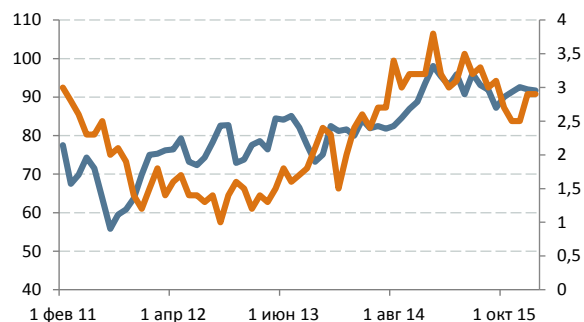
Основное внимание инвесторов было обращено на заседание ЕЦБ. Регулятор принял решение опустить ставку по депозитам с -0,3 до -0,4% и увеличить объем выкупаемых активов с 60 до 80 млрд евро. Однако главной неожиданностью стало сокращение ставки рефинансирования с 0,05 до 0,00%. По сути, денежные власти использовали один из крайних шагов по стимулированию экономического роста и восстановлению инфляционных ожиданий. Мы расцениваем подобные действия в среднесрочной

Потребительская активность в США стремительно растет



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

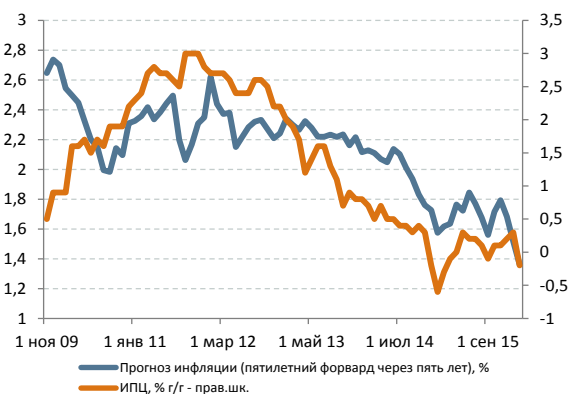
Расходы и настроения домашних хозяйств в США



— Индекс потребительской уверенности
— Потребительские расходы, прав. шк.

Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

ЕС: повод для дополнительного стимулирования?



— Прогноз инфляции (пятилетний форвард через пять лет), %
— ИПЦ, % г/г - прав.шк.

Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



перспективе негативно, так как пространства для маневров остается мало, что затрудняет в дальнейшем регулирование потребительских цен с помощью нетрадиционных монетарных форм, учитывая, что многие члены ЕЦБ признали высокую зависимость от внешних условий (низкие цены на нефть), ограничивающих всю эффективность денежно-кредитной политики.

Китай

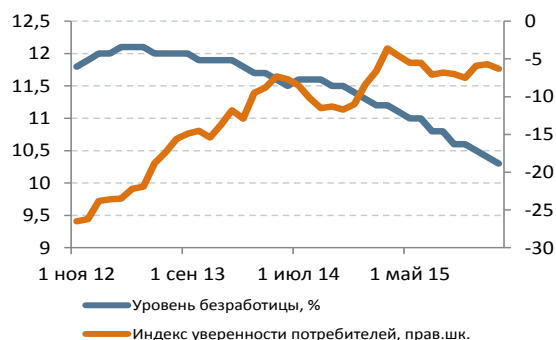
■ **Турбулентность на китайских финансовых рынках стала главным фактором risk-off на глобальных площадках.** Опасения инвесторов по чрезмерному оттоку капитала оправдались намного раньше. Банк Китая принял решение на ежедневной основе абсорбировать избыточную ликвидность в банковской системе и устранить спекулятивные диспропорции между офшорным и локальным курсами.

■ Регулятору удалось охладить настрой продавцов и стабилизировать обстановку на фондовом рынке. Однако денежные власти продолжали преподносить сюрпризы в части монетарных стимулов, снизив нормы резервирования финансовым институтам (с 17,5 до 17%) для обеспечения роста кредитного рынка. Кроме того, проведены послабления к первоначальному взносу по ипотеке - данная мера призвана поддержать рынок недвижимости на фоне растущего числа непроданных домов.

■ **Народный банк Китая, по-нашему мнению, проводит отчасти агрессивную политику, смягчая кредитные стандарты перед заемщиками, так как это может дополнительно увеличить долговую нагрузку на банки и ухудшить их регулятивные нормативы.** Объем проблемной ссудной задолженности в 2015 г. достиг уровня середины 2006 г. и составляет 1,27 трлн юаней (около 200 млрд долл.) – рост 50% в годовом сопоставлении.

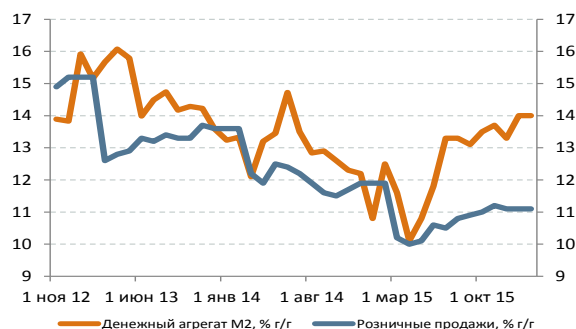
■ **Помимо локальных преобразований, монетарные органы сделали новый шаг по либерализации финансового рынка, сняв ограничения на объемы денежных средств международных инвесторов, инвестирующих в долговые обязательства страны.** Таким образом, внешним игрокам не придется обращаться за квотой на покупку облигаций, однако они обязаны открыть расчетный счет в местном банке. Регулятор, на наш взгляд, старается поддержать обменный курс юаня и частично нивелировать отток капитала, наблюдаемый в последнее время. Доходности государственных и корпоративных облигаций Китая выглядят намного интересней по сравнению с другими бумагами развитых стран, но

Уровень безработицы в еврозоне обновляет минимумы, но уверенность потребителей падает



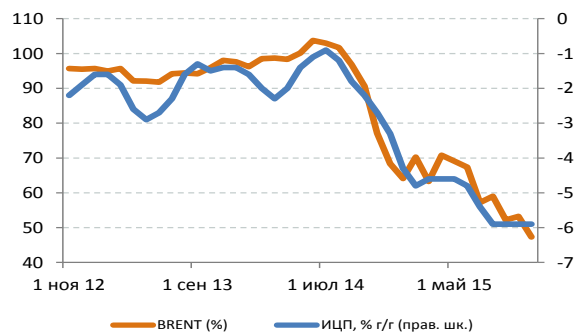
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Розница отстает от темпов роста денежной массы в Китае



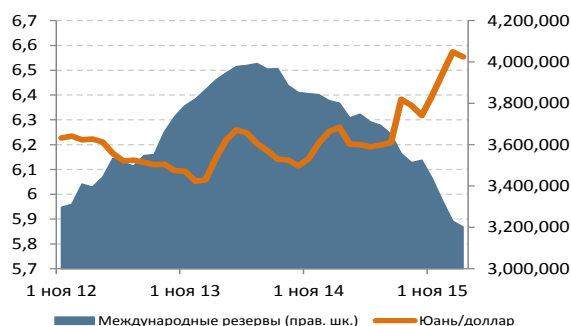
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

ИЦП Китая – падение замедлилось



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Действия НБК приостановили девальвацию юаня



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



существует риск того, что покупка долговых активов будет носить спекулятивный характер, поэтому ожидать притока «длинных» денег не стоит. В ближайшие месяцы власти КНДР и НБК могут анонсировать пакет стимулирующих мер (фискальных и монетарных).

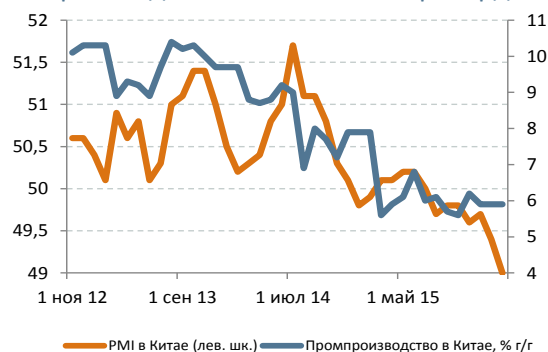
- Мы не исключаем, что регулятор может пересмотреть ключевую процентную ставку в сторону понижения или намекнуть о готовности дальше стимулировать внутренний спрос по мере необходимости, что станет ощутимым драйвером для притока западных денежных средств. Кроме того, некоторые официальные лица намекали о серьезной поддержке отдельных секторов страны (в первую очередь, промышленность), вклад в общий компонент ВВП которых довольно ощутим. Напомним, что активность в перерабатывающей промышленности (PMI) в январе вновь снизилась, подтвердив опасения рынка в отношении замедления темпов роста китайской экономики.

Россия

- По итогам января российская экономика продолжает находиться в напряженном состоянии, однако некоторые секторы показали признаки улучшения, но за счет эффекта базы. Потребительская активность населения остается низкой, что главным образом формируется за счет падения реальных заработных плат, а также за счет недоступности кредитных ресурсов. Кроме того, поведение домашних хозяйств все еще характеризуется сберегательной моделью, наблюдаемой в 2009 г. Согласно статистике банковского сектора, население активно размещает денежные средства на счетах кредитных организаций, что привело к восстановлению нормы сбережения на депозитах и постепенному погашению кредитной задолженности перед банками.

- Дальнейшие улучшения в экономике зависят от стабилизации внутренних и внешних факторов. Банк России пока воздерживается от политики монетарного смягчения, поддерживая относительно высокие процентные ставки. Один из ключевых показателей (инфляция) для регулятора замедлил рост – потребительская инфляция в январе составила 8,1% г/г, что объясняется сжатием потребительского спроса, эффектом высокой базы и некоторой сбалансированностью национальной валюты. Кроме того, постепенно снижаются инфляционные ожидания домашних хозяйств. При сохранении стабильности перечисленных факторов, регулятор может перейти к плавной нормализации процентной политики.

Деловая активность в китайском производстве обновляет антирекорды



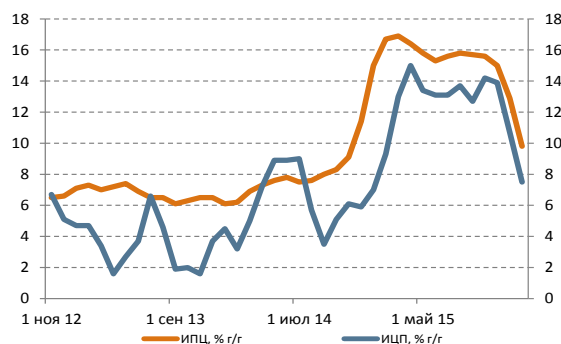
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Индекс Shanghai composite



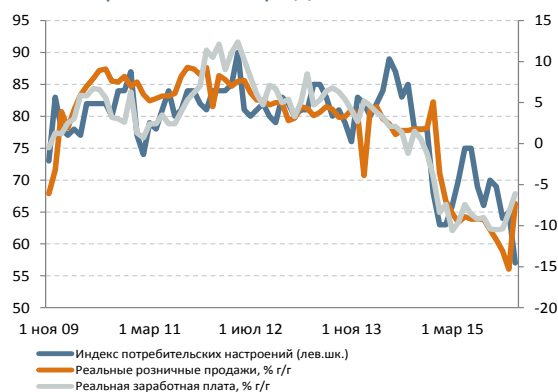
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Динамика индекса цен потребителей и производителей в России



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Эффект базы обеспечил восстановление розничных продаж в России



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



Нефть

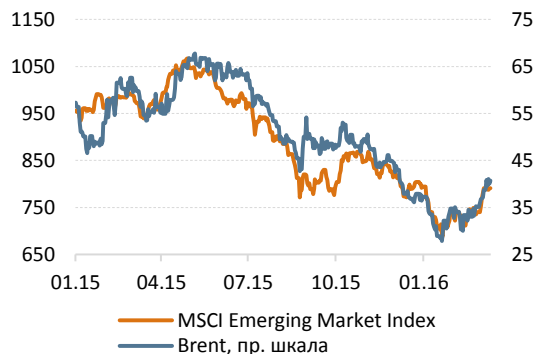
Более чем 50% рост нефти от январских минимумов стал следствием целого ряда как внутренних, так и внешних для рынка нефти факторов. Наиболее заметным драйвером для рынка стали ожидания заключения соглашения по заморозке уровня добычи нефти между ОПЕК и Россией, а также рядом других стран, не входящих в картель. В то же время позитивные новости далеко не ограничивались лишь заморозкой добычи

Позитивные сдвиги на рынке нефти в феврале наблюдались как со стороны предложения, так и со стороны спроса. По данным МЭА, ОПЕК в феврале снизила добычу нефти на 90 тб/д. Снижение производства нефти в Ираке, Нигерии и ОАЭ в совокупности на 350 тб/д было частично скомпенсировано ростом добычи Ирана на 220 тб/д. Впрочем, следует отметить, что львиная доля снижения добычи пришлась на Ирак, что было связано с атакой на нефтепровод Киркук-Джейхан, т.е. снижение не является системным. В то же время рост добычи Ирана (в общей сложности на 300 тб/д составивший с момента снятия санкций) а также сложности с привлечением инвесторов в иранскую нефтяную отрасль вполне согласуются с наиболее оптимистичными для рынка прогнозами относительно неспособности Ирана наращивать добычу заявленными высокими темпами. **Наконец-то начали реализовываться и ожидания относительно снижения добычи в США** – с максимумов середины января среднесуточная добыча к началу марта опустилась более чем на 130 тб/д. **В итоге Минэнерго США пересмотрело прогнозы по добычи нефти в стране в сторону существенного снижения.** Как ожидается, уже в апреле среднесуточная добыча опустится ниже 9 мб/д (по сравнению с текущими 9,1 мб/д). На 2016 г. теперь прогнозируется снижение добычи на 76 тб/д, причем обновленные прогнозы предполагают снижение добычи и в 2017 г. – еще на 480 тб/д.

Улучшения наблюдались и со стороны спроса. Спрос на бензин в США в феврале побил рекорды и продемонстрировал рост на 7% по сравнению с февралем прошлого года. Существенно нарастил импорт Китай – в феврале импорт нефти составил 8 мб/д (по сравнению с 7,8 мб/д в США), что на 20% выше уровня прошлого года. Впрочем, рост китайского импорта в значительной степени обусловлен заполнением стратегических хранилищ и без сомнения не удержится в течение года на достигнутом в феврале уровне.

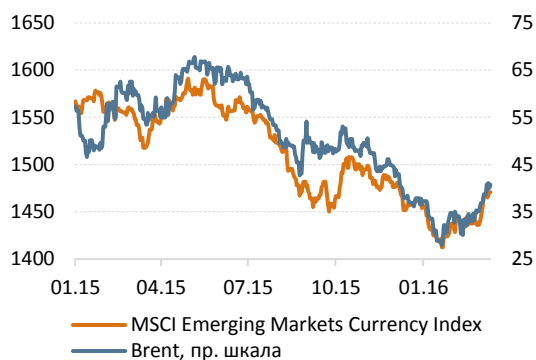
Несмотря на все позитивные внутренние факторы, мы

Рост нефти обусловлен позитивной динамикой на развивающихся рынках



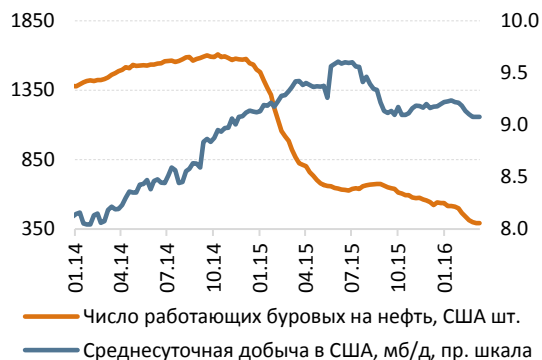
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

...и укреплением развивающихся валют



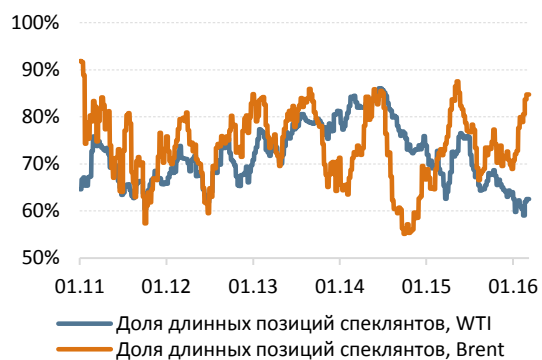
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Добыча и бурение в США



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

Спекулятивная позиция



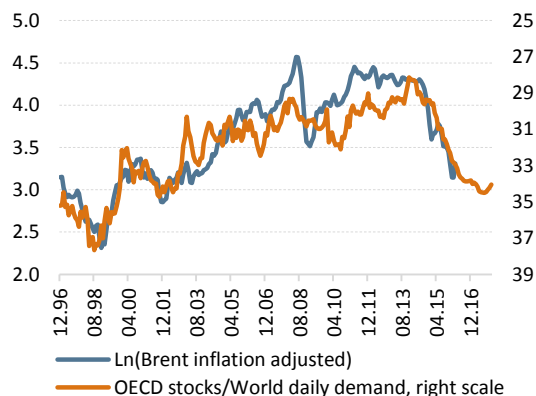
Источники: данные CFTC; оценка: Велес Капитал



все же считаем, что **основным драйвером восстановления нефтяных цен (и сырьевых цен в целом) стало восстановление спроса на рискованные активы** в результате снижения опасений по поводу перспектив роста китайской и глобальной экономики. Китайское правительство и Народный Банк Китая предприняли целый ряд мер, которые несколько развеяли страхи инвесторов относительно «жесткой посадки» китайской экономики, что позволило продемонстрировать заметный рост фондовым рынкам и валютам развивающихся стран. Внесли свой вклад и дополнительные меры стимулирования со стороны ЕЦБ. По нашему мнению, **на текущий момент весь этот позитив уже отражен в ценах на фондовые активы и сырье, в то же время ряд факторов указывает на возрастающую вероятность коррекции на фондовых рынках, которые могут утянуть за собой вниз и котировки нефти**. Потребуется время для того, чтобы предпринятые китайскими властями меры отразились на макроэкономических индикаторах и очень вероятно, что в ближайшие месяцы китайская статистика будет служить поводом для разочарования инвесторов. Кроме того, позитивные данные по американской экономике (в первую очередь, по рынку труда) могут привести в очередной раз к пересмотру инвесторами предполагаемых темпов ужесточения монетарной политики – на этот раз в сторону ускорения, что может стать поводом для распродаж рискованных активов. Следует отметить, что и с технической точки зрения фондовые индексы, котировки нефти, валюты – все приблизились к значимым уровням сопротивления. В текущей ситуации если не появятся новые сильные позитивные макродрайверы, можно ожидать заметную коррекцию на рынках хотя бы в силу фиксации прибыли.

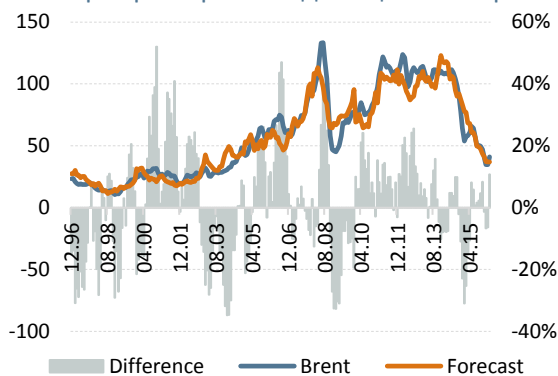
- Согласно нашей модели нефтяных цен, учитывающей текущий уровень запасов, спроса, курс доллара к мировым валютам (на основе Trade Weighted Broad Dollar Index), отношение инвесторов к перспективам развивающихся рынков (исходя из отношения индексов MSCI Emerging Market к S&P 500), а также с учетом поправки на долларовую инфляцию, **справедливый уровень цены на нефть на текущий момент находится в районе 36,7 долл. за баррель марки Brent**. Мы полагаем, что **наиболее вероятным сценарием в феврале является сохранение котировок нефти в диапазоне 37-42,5 долл. за баррель марки Brent**. Объявление об экстренном заседании ОПЕК может вывести котировки нефти к верхней границе этого диапазона, но после заседания не исключена коррекция на фоне фиксации прибыли по длинным позициям в Brent (доля которых в общем объеме позиций спекулянтов достигла долгосрочных максимумов).

Избыточные запасы пока препятствуют дальнейшему росту цен на нефть



Источники: данные МЭА; оценка: Велес Капитал

Трехфакторная модель цен на нефть



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



Базовые металлы

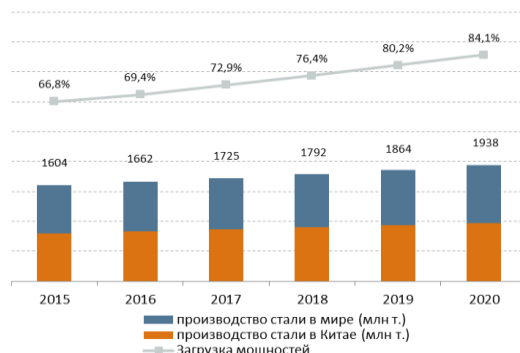
Сталь

Ситуация в глобальной стальной индустрии в начале 2016 г. выглядит более оптимистично по сравнению с декабрем 2015 г., в котором среднемировые цены на сталь достигли своего дна в 307 долл./т. Давление на стальную отрасль в декабре было обусловлено несколькими факторами: рекордно низкая мировая загрузка мощностей (64,6%) и рекордно дешевое сырье (стоимость железной руды с доставкой до Циндао достигла семилетнего минимума – 43 долл./т.). В начале текущего года среднемировая цена выросла на 8% вслед за вновь появившимся оптимизмом на китайском рын (промышленное производство за ноябрь 2015 выросло на 6,2% м/м вместо ожидаемых 5,7% м/м). 2016 г. основными драйверами для мировых цен сталь мы считаем мировой рост реального ВВП сокращение мощностей в Китае, которое планирует реализовать до 2020 г. в объеме 100 – 150 млн Согласно нашей модели производства – потреблен стали, предполагающей в базовом сценарии рост мирового ВВП в соответствии с прогнозом Международного Валютного Фонда и равномерное сокращение мощностей в Китае на 100 млн т. до 2020 г., загрузка глобальных мощностей в 2016 г. может составить 69,4% (с учетом планируемого ввода в 2016 г. 14,5 млн т. сталеплавильных мощностей в Индии), в последующие годы загрузка будет увеличиваться и к 2020 г. составит 84,1%.

Никель

Согласно базовому сценарию нашей модели, мы ожидаем, что при росте спроса на никель на уровне 2,5%, на рынке появится дефицит металла, что может оказать поддержку ценам. Недавнее сильное падение цены никеля на 8% может быть объяснено спекулятивными факторами: многие трейдеры торговали никелем с привязкой к спросу на сталь (никель используется для производства нержавеющей стали), соответственно, очень слабые данные по торговому балансу и экспорту Китая послужили триггером к изменению ожиданий инвесторов относительно объема производства стали в Китае, что было отражено в котировках фьючерсов на арматуру на шанхайской бирже (-3%). Тем не менее, мы сохраняем наши ожидания относительно закрепления цены металла на уровне выше 9000 долл. за тонну, опираясь на ожидаемый в течении года дефицит.

Прогноз мирового рынка стали



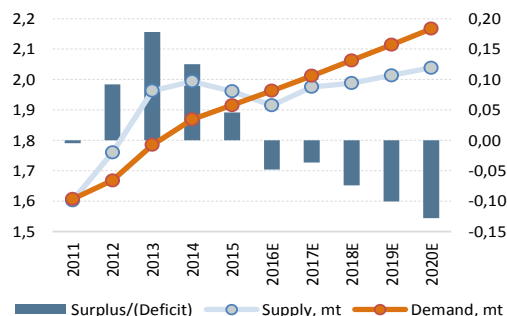
Источники: данные World Steel Association; оценка: Велес Капитал

Прогноз цен на сталь



Источники: данные World Steel Association; оценка: Велес Капитал

Прогноз мирового рынка никеля



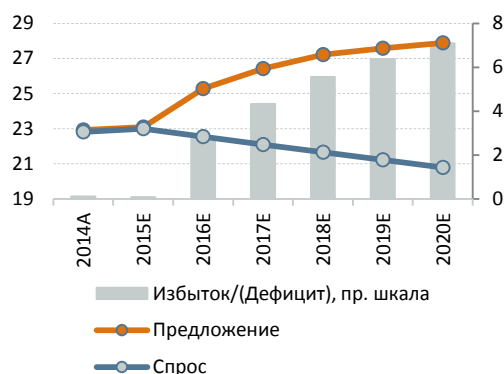
Источники: данные WBMS; оценка: Велес Капитал



Медь

- По нашей оценке, даже при росте спроса в среднем на 4% в год для меди в последующие годы с высокой вероятностью сохранится переизбыток производства металла. По итогам 2015 г. переизбыток составил 148 млн т. Планируемая загрузка введенных в 2015 г. мощностей в Перу, включая такие масштабные проекты как Las Bambas компании Xstrata (предполагается, что в 2016 г. проект достигнет полной загрузки и тогда объем производства составит 350 т. в год), будет обеспечивать избыток предложения металла и оказывать давление на цену.

Прогноз мирового рынка меди



Источники: данные WBMS; оценка: Велес Капитал

Фондовый рынок

- Российский рынок на волне общего оптимизма продемонстрировал внушительный рост в феврале-начале марта. Индекс ММВБ впервые с 2008 г. превысил уровень в 1900 п. В то же время, учитывая общую конъюнктуру мировых рынков, текущие цены на нефть и наши ожидания по рынку нефти, мы полагаем, что российские индексы находятся в зоне сильной перекупленности. Мы ожидаем в марте коррекции на российском рынке. При этом, исходя из текущих котировок нефти, возможна коррекция вплоть до 770 п. по индексу РТС и 1700 – по индексу ММВБ.

- Локомотивом снижения могут стать нефтяные бумаги. По нашему мнению, весь сектор (кроме разве что Газпром нефти) на фоне отскока котировок нефти оказался в зоне сильной перекупленности – в первую очередь среди них следует выделить Роснефть, росту которой также способствовали спекуляции относительно предстоящей приватизации госкомпаний. Инвесторы пока игнорируют риски дальнейшего повышения налогового бремени на нефтяную отрасль, но в любой момент страхи могут получить новую подпитку со стороны правительства – дефицит бюджета при текущих ценах на нефть не позволит откладывать решение этого вопроса.

- Мы рекомендуем сохранять длинные позиции в нефтяных экспортерах – в первую очередь в ФосАгро и Норникеле. Перспектива перехода госкомпаний к выплате дивидендов исходя из 50% чистой прибыли или из 25% скорректированной чистой прибыли делает привлекательными акции Россетей, ФСК ЕЭС, Интер РАО.

Потребительский сектор

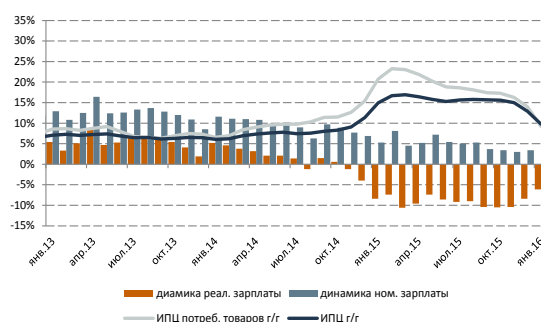
- Конъюнктура рынка российского продуктового ритейла продолжает оставаться крайне сложной. Несмотря на то, что инфляция в России на протяжении двух месяцев

Российский рынок перекуплен



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Динамика ИПЦ и зарплат



Источник: Росстат; оценка: Велес Капитал



2016 г. демонстрирует значительное снижение (9,77% г/г и 8,1% г/г в январе и в феврале соответственно) потребительский спрос остается крайне низким, причиной чего является продолжающееся падение реальных зарплат населения. При этом замедление инфляции происходит параллельно со снижением номинальной зарплаты, которое откладывает выход в плюс реальных доходов населения и негативно влияет на обороты российских продуктовых ритейлеров.

Состояние рынка оказывает большее влияние на обороты магазинов формата «супермаркет» и «гипермаркет». Наиболее ярко выраженной чертой изменившегося потребительского спроса является снижение размера среднего чека для данных форматов магазинов, просматривающееся в динамике выручки крупнейших продуктовых ритейлеров (Магнит, X5 Retail Group и Дикси). Схожую динамику демонстрирует и трафик. Однако данный показатель в большей степени, чем размер среднего чека, подвержен конкуренции между сетевыми ритейлерами. Ритейлеры, обладающие значительной долей выручки, приходящейся на форматы магазинов «супермаркет» и «гипермаркет», будут в большей степени ощущать на себе слабость потребительской активности населения. Подтверждением данного тезиса выступает сравнение результатов Магнита и Дикси. По итогам января выручка Магнита выросла на 15,09% г/г против 15,2% у Дикси. При этом доля выручки у Магнита, приходящаяся на магазины большего формата, составляет 15,6% при 15,38% у Дикси. X5 Retail Group, обладающей наибольшим весом выручки от «супермаркетов» и «гипермаркетов» (25,8%), осуществляет более агрессивную экспансию торговых площадей в отличие от конкурентов (29,6% по итогам 2015 г. против 22,92% и 21,59% у Магнита и Дикси соответственно), что помогает нивелировать падение потребительской активности.

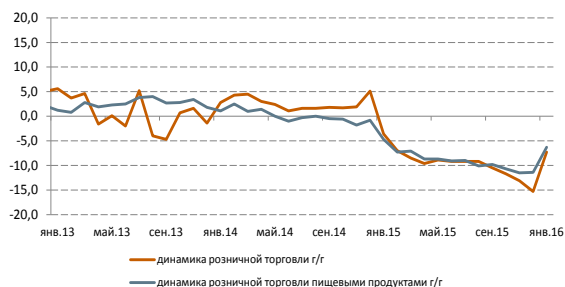
Мы считаем, что во 2 кв. 2016 г. инфляция может вновь ускориться, что будет обусловлено эффектом низкой базы 2 кв. 2015 г.

Электроэнергетика

Основной темой для спекуляций акциями электроэнергетических компаний может стать принятие решения о выплате дивидендов, исходя из 50% чистой прибыли или из 25% скорректированной чистой прибыли. В данной ситуации наиболее доходными могут стать обыкновенные акции Россетей с доходностью в 12-25%, ФСК (11-22%), МОЭСК (9,2%-12%), Мосэнерго (4-8%) и Интер РАО (6-11%).

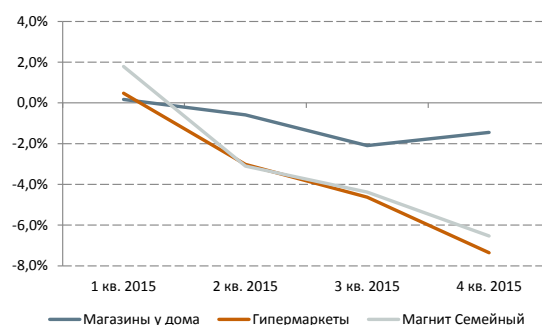
Немецкий E.ON представил результаты деятельности за 2015 г., в которых частично раскрыл финансовые

Динамика розничной торговли



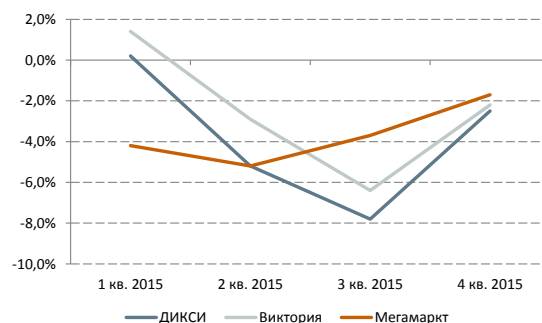
Источник: Росстат; оценка: Велес Капитал

Динамика сопоставимого трафика Магнита



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Динамика сопоставимого трафика Дикси



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



показатели дочерней компании Э.ОН Россия. Опубликованная чистая прибыль упала на 94% до 1,02 млрд руб. Также компания раскрыла детали аварии на энергоблоке №3 Березовской ГРЭС. Ремонт энергоблока займет 20 мес. и будет стоить порядка 15 млрд руб. Однако блок был застрахован и сейчас уточняются все параметры согласования со страховой компанией. В течение простоя компания не будет получать выручку за э/э и значительную часть платы за мощность.

- Столь значительное снижение консолидированной чистой прибыли могло произойти вследствие проведения переоценки основных средств. Согласно дивидендной политике компания выплачивает акционерам 60% от чистой консолидированной прибыли за год. Однако в предыдущие годы компания рассчитывала дивиденды, исходя и из прибыли по РСБУ, которая была выше в силу проводимых переоценок. Мы считаем, что столь значительный простой энергоблока №3 Березовской ГРЭС может стать поводом для сдержанных выплат по дивидендам. В случае, если расчет дивидендов будет составлять 60% от консолидированной чистой прибыли, выплата составит чуть менее 0,01 руб./акцию, а доходность – 0,4%. Пересмотр планов по дивидендам на последующие годы будет обнародован в апреле. Мы не исключаем, что изменение дивидендной политики в худшую для акционеров сторону, а также выплата, исходя и отчетной (не скорректированной) прибыли может вызвать очередную волну распродаж акций Э.ОН Россия.

Денежный рынок.

- В условиях сохраняющегося притока бюджетной ликвидности в банковскую систему ситуация на денежном рынке для основных игроков остается более чем комфортной, а февральское сокращение Банком России объема предоставляемой рублевой ликвидности не оказывает никакого влияния на индикативные ставки МБК. Так, с начала февраля банки вынужденно сократили свою совокупную рублевую задолженность по инструментам ЦБ с 2,98 трлн руб. до 1,6 трлн руб. За тот же период чистый приток ликвидности в банковскую систему по бюджетному каналу составил почти 1,3 трлн руб., а с начала 2016 г. — 1,39 трлн руб. Не стоит забывать, что с учетом января канал наличных денег в обращении также обеспечил чистый приток ликвидности в банковскую систему (+356,5 млрд руб. с начала года). В результате всех вышеперечисленных факторов чистая ликвидная позиция банков перед ЦБ (разница между совокупными остатками банков на корсчетах и депозитах в ЦБ и задолженностью банков перед регулятором) впервые за последние 4 года вышла в положительную



зону. В подобных условиях ставки межбанковского рынка остаются на уровне или чуть выше ключевой ставки ЦБ.

- Тем не менее, на общем благоприятном фоне с ликвидностью ряд участников рынка по-прежнему проявляет высокий спрос на инструменты Банка России. Такая ситуация отчетливо проявлялась в конце февраля сразу после уплаты последних налоговых платежей. Совокупные остатки ликвидности банков на тот момент держались на внушительном уровне, превышающем 2 трлн руб., а индикативная межбанковская ставка MosPrime о/п находилась лишь чуть выше ключевой ставки регулятора. Однако ряд банков при этом были вынуждены нарастить задолженность перед ЦБ по всем возможным инструментам, включая операции «валютный своп» и операции РЕПО с фиксированной ставкой в 12% годовых. Таким образом, как мы уже не раз упоминали, приток бюджетной ликвидности в рамках активного расходования антикризисных фондов, с одной стороны, улучшает общую ситуацию на денежном рынке, а с другой — вынуждает Банк России сокращать объемы рублевого предложения по основным инструментам, по-прежнему являющимся для отдельных участников рынка единственно доступным источником оперативного фондирования. В результате, Банк России, вероятно, в дальнейшем избежит «шокового» урезания лимитов по своим инструментам до минимальных отметок, однако фактический спрос на основных аукционах предоставления ликвидности ЦБ будет превышать объем предоставляемой ликвидности в 1,5-3 раза.
- Текущее улучшение внешней конъюнктуры (в виде динамики цен на нефть) по сравнению с январем, в конце которого ЦБ проводил свое последнее заседание, дает участникам надежду на восстановление позитивной риторики регулятора в отношении процентной политики на ближайшем заседании 18-го марта. Тем не менее, ЦБ по сути уже с начала февраля проводит ужесточение денежно-кредитной политики, сокращая объемы предоставляемой банкам ликвидности, и не откажется от нее при сохраняющемся притоке бюджетной ликвидности в банковскую систему. В данном случае, даже если регулятор смягчит свою риторику и уберет формулировку об ужесточении ДКП, сути происходящего на рынке это не изменит и ряд игроков по-прежнему будут ощущать удорожание стоимости фондирования и без повышения ключевой ставки.
- В свою очередь, дальнейшее снижение ключевой ставки на данный момент шло бы вразрез с текущей политикой ЦБ по абсорбированию бюджетной ликвидности. При этом крупнейшие банки в настоящее время уже располагают возможностью привлекать ресурсы с



межбанковского рынка и от населения по стоимости ниже ключевой ставки ЦБ. Наконец, регулятор уже выражал беспокойство относительно 2-го квартала, где может произойти ускорение годовой инфляции из-за эффекта низкой базы. В этих условиях мы ожидаем сохранения ключевой ставки на текущем уровне в 11% годовых как минимум до конца 1-го полугодия, хотя и не исключаем смягчения риторики регулятора.

Валютный рынок.

Для рубля во второй половине февраля и первой декаде марта сложились относительно благоприятные внешние условия в виде, прежде всего, выросших цен на нефть. Если в первой половине февраля стоимость нефти марки Brent опускалась к отметке в 30 долл. за баррель, то уже в начале марта нефтяные котировки поднимались выше 41 долл. за баррель. Рубль такой ситуацией активно пользовался, неустанно восстанавливая свои позиции с середины февраля. Так, если еще в первой половине февраля доллар предпринимал попытки протестировать отметку в 80 руб., то в начале марта отечественная валюта уже активно вытесняла американскую за черту в 70 руб.

Улучшение внешних условий для рубля подкрепляется и отсутствием фундаментального спроса на валютную ликвидность на внутреннем рынке. Так, корпоративные выплаты по внешним долгам равномерно распределены ежемесячно на протяжении всего первого полугодия, а их фактический объем (то есть с учетом внутригруппового рефинансирования задолженности) останется незамеченным для валютного рынка. В свою очередь, несмотря на заявления представителей Банка России о необходимости снижения валютной составляющей на балансах банков, регулятор пока ограничивается «малой кровью», позволяя своим основным валютным заемщикам в полном объеме рефинансировать долг. Так, в начале марта ЦБ объявил о повышении (с 1-го апреля) нормативов обязательных резервов по валютным обязательствам банков (за исключением обязательств перед физлицами) на 1 п.п. — до 5,25%. В данном контексте стоит напомнить, что в структуре обязательств банковского сектора по депозитам и средствам организаций на счетах (за исключением обязательств перед физлицами и другими банками) валютная составляющая к 1-му февраля 2016 г. достигла отметки в 50%. Однако на фоне повышения норм обязательных резервов по валютным обязательствам, направленного на сокращение валютных пассивов, ЦБ по-прежнему проводит ежемесячные аукционы валютного РЕПО, лимиты на которых устанавливаются в объемах, полностью удовлетворяющих потребности банков как в рефинансировании «старой»



задолженности (по валютным средствам, привлеченным год назад), так и «новой» (в рамках одномесячных аукционов).

- В ближайший месяц мы ожидаем движение нефтяных котировок в диапазоне 37-42 долл. за баррель. При этом с учетом отсутствия фундаментальных потребностей в валютной ликвидности на внутреннем рынке у рубля будут хорошие шансы оставаться вблизи уровня 70-71 руб. против доллара даже в случае нахождения стоимости нефти на нижней границе озвученного диапазона. В свою очередь, рост котировок до отметки в 42 долл. или выше позволит отечественной валюте протестировать диапазон 69-70 руб.

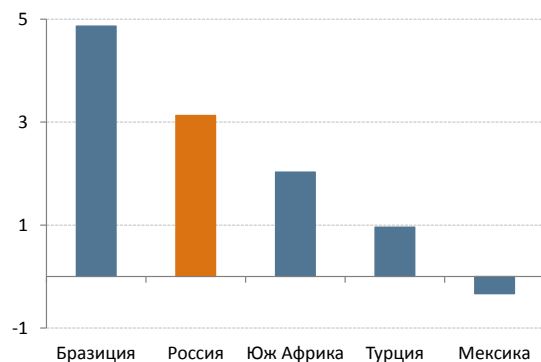
Долговой рынок.

- Российский долговой рынок завершил месяц существенным ростом.** Доходности государственных займов пробили отметку 10% годовых и ОФЗ торгуются с дисконтом 110-160 бп к ключевой ставке недельного РЕПО. С фундаментальной стороны облигации выглядят переоцененными, так как темпы нормализации процентной политики довольно слабые, учитывая сложную ситуацию на товарных рынках и неоднозначную позицию мировых Центробанков. Оптимизм, возникший за последнее время, объясняется высоким спросом со стороны кредитных организаций, которым необходимо пополнить балансы ликвидными активами для удовлетворения регулятивных требований (LCR) перед Банком России. Вместе с тем денежные потоки нерезидентов также присутствуют, однако они сконцентрированы в длинном участке кривой, что привело к опережающему росту долгосрочных бумаг в абсолютном выражении.

- Несмотря на сохраняющийся низкий аппетит к риску, российский госдолг в национальной валюте показал наилучшие результаты среди развивающихся стран, тогда как в долларовом выражении итоги оказались немного скромнее. По сути, за счет внутренних источников ликвидности ОФЗ не имели глубоких просадок в цене в период турбулентности мировых рынков, но ухудшают свою привлекательность для инвестирования в среднесрочной перспективе.

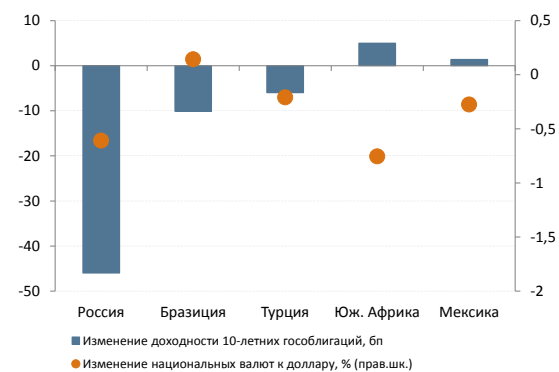
- Рынок первичного долга продолжает находиться в кризисном состоянии.** С начала года объем размещений не превысил 100 млрд руб., тогда как конец 2015 г. стал одним из лучших за последние несколько лет. Основными заемщиками стали представители корпоративного и банковского секторов, однако их кредитное качество было на низком уровне, что и привело к росту ежемесячной средней ставки размещения (13% против 12,5% годовых в октябре –

Доход 10-летних облигаций в долларовом выражении за февраль, %



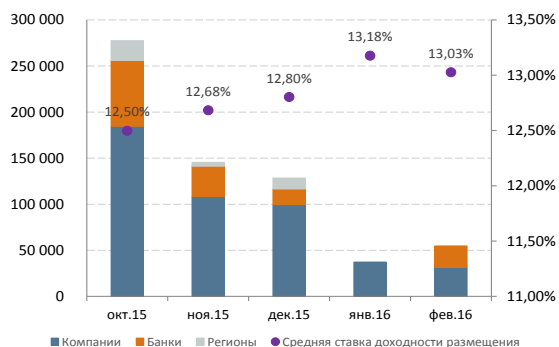
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Изменение доходности десятилетних гособлигаций в локальных валютах, бп



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Рынок первичного долга, млрд рублей



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



декабре 2015 г.). В ближайшие месяцы мы ожидаем некоторой активизации высококлассных заемщиков, в том числе представителей субфедерального сегмента. Правда, последние торгуются с премией к банковским и корпоративным займам на фоне напряженной ситуации с исполнением региональных бюджетов, что заставило некоторые фонды перекладываться в ОФЗ для получения более быстрой спекулятивной прибыли - этот факт способствовал расширению кредитных спредов региональных облигаций по отношению к ключевой ставке ЦБ РФ.

■ Несмотря на алогичное расположение кривой федерального долга, мы рекомендуем воспользоваться коррекцией, которая, по нашему мнению, в ближайшей перспективе должна произойти. Стратегию инвестирования следует построить в длинных инструментах, однако покупка на текущих уровнях выглядит пока довольно рискованно. Согласно нашей модельной оценке, учитывающей снижение базовой ставки в течение года на 100-150 бп, эффективная доходность инструмента варьируется в диапазоне 12-18% годовых. Более оптимистичный сценарий (ставка ЦБ к февралю 2017 г – 9%), предполагает эффективную доходность ОФЗ около 22% годовых.

■ **Вместе с тем, отметим несколько рисков, способных противостоять хорошему доходу:**

■ **Высокие шансы коррекции.** Сохраняется дисбаланс макроэкономических факторов, влияющих на поведение денежных потоков вдоль кривой доходности, что ограничивает интерес к дальним бумагам. Мы придерживаемся мнения, что кривая доходности при сохранении текущей экономической конъюнктуры может скорректироваться вверх к 10% годовых. Кроме того, монетарные послабления регулятором не предвидятся, по нашему мнению, вплоть до лета 2016 г на фоне возникновения инфляционных шоков.

■ **Фактор перекупленности.** Сценарий предполагающий стабилизацию внешних и внутренних условий, поддержит спрос на длинный рублевый риск, правда, возникают риски перекупленности перед заседаниями ЦБ (игроки начнут активно наращивать позиции), что повлечет за собой фиксацию накопленной прибыли спекулянтами. При возникновении таких предпосылок, мы рекомендуем также постепенно сокращать позиции и временно перекладываться в дюрацию < 5 лет.

■ **Преобразование кривой суверенного госдолга в справедливый вид.** Кривая доходности ОФЗ на всем участке расположена под ключевой ставкой недельного РЕПО, отражая ожидания инвесторов по денежному стимулированию, стагнацию кредитного рынка и отчасти



неопределенность дальнейшей экономической, финансовой обстановки в стране и мире (кривая сохраняет относительно плоскую форму). Стабилизация нефтяных цен и сбалансированная стоимость обменного курса рубля могут вернуть уверенность инвесторам и взглянуть на российский долговой рынок как на долгосрочное инвестирование. Денежные потоки стали бы распределяться равномерно и по опыту 2008-2009 гг. форма кривой ОФЗ примет «справедливый вид», займы которых будут торговались с небольшой премией к базовой ставке ЦБ РФ. Инвесторы постепенно увеличат интерес к среднему и короткому отрезку кривой, что позволит им показать опережающий рост цен в отличие от бумаг, расположенных на дальнем конце. Таким образом, долгосрочные бумаги покажут (в определенный момент) наихудшую динамику роста. Кроме того, если ключевая ставка опустится до 9% годовых, то вложение в рублевый госдолг станет менее привлекательным (не считая спекулянтов) для банков (основные держатели), так как к этому моменту кредитный рынок должен постепенно восстановиться и рентабельность от выдачи займов будет намного выше, чем от инвестирования в ОФЗ.

Артур Навроцкий, Василий Танурков,
Юрий Кравченко, Александр Костюков,
Михаил Абрамов, 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

Михаил Абрамов
Металлургия
MAbramov@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

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