

Макроэкономическая конъюнктура

«Они убили Кенни!»,

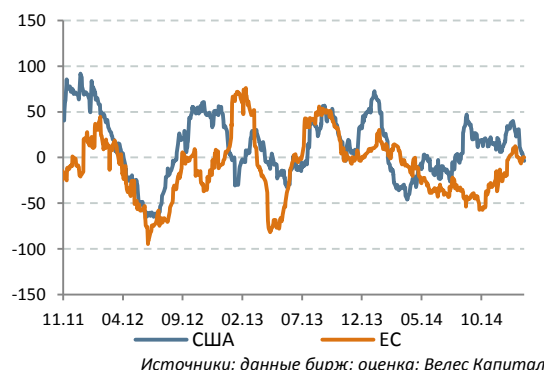
– 27 января Standard & Poor's понизило рейтинг России до мусорного уровня

■ **Украина.** Перемирие на Востоке Украины продлилось недолго. В январе бои вокруг Донецка развернулись с новой силой. Причем обе стороны конфликта объявили о полном провале минских договоренностей, а силы ДНР сделали попытку отодвинуть силы АТО на границу области. Возобновление боев «удачно» совпало с первыми обсуждениями в ЕС возможности смягчить санкции в отношении России. Поэтому тон европейцев мгновенно сменился на «поучительный», и теперь шансов на отмену санкций в марте остается все меньше. Кроме того существует риск, что ЕС все-таки пойдет на новые ограничительные меры, если обстановка на Украине в ближайшее время не стабилизируется.

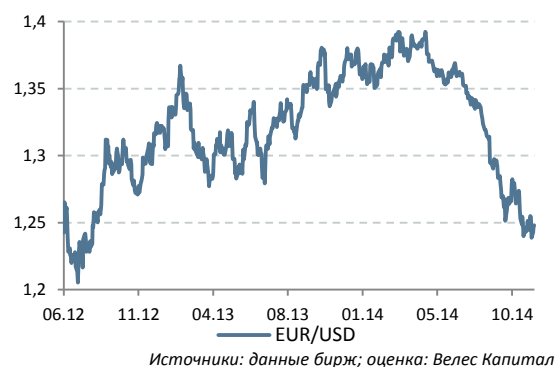
Несмотря на все это, у украинских властей по-прежнему нет средств для финансирования наступления на Донбассе, поэтому бои могут так же быстро закончиться. Даже без учета расходов на военные действия, по разным оценкам Киев нуждается в помощи на сумму 15-20 млн долл. Однако, МВФ уже не готов продолжать программу помощи из-за возобновившихся противостояний. Кроме того, по сообщениям СМИ, в начале года Украина наняла банк Lazard для реструктуризации своего долга. Стране в текущем году предстоит погасить около 20 млрд долл. внешнего долга. Стоит также отметить, что в конце 1-го квартала истекает период скидки на газ, поэтому Украине придется договариваться о послаблениях и с Москвой.

■ **ЕС.** Итоги выборов в Греции все-таки преподнесли неприятный сюрприз. Если ранее европейские политики опасались отказа страны от выполнения реформ и возможного списания долгов, то **первый крупный скандал разразился из-за нежелания Греции поддерживать санкционный тон ЕС в отношении России.** Накануне саммита министров иностранных дел, на котором планировалось объявление новых санкций, Греция заявила, что выступает против усиления давления на Россию. И хотя по итогам встречи была сформирована рекомендация продлить срок первого санкционного пакета до сентября и начать работу над усилением давления в случае дальнейшей

Индекс экономических сюрпризов



Динамика курса евро



Данные аналитические материалы ИК «Велес Капитал» могут быть использованы только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты приведенной в них информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов не по назначению. Данный документ не может рассматриваться как основание для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2015 г.



эскалации конфликта на Украине, окончательное голосование по проекту пройдет в феврале или марте на саммите глав государств. Поэтому позиция нового правительства еще может вызвать раскол в правящих элитах Евросоюза и оказаться на руку России.

В то же время возможность заблокировать решение по санкциям поможет Греции усилить свои переговорные позиции с тройкой кредиторов. Новое правительство настроено против политики жесткой экономии, на которой настраивает ЕС. Поэтому мы не исключаем, что свое несогласие в вопросе расширения санкций Греция может использовать для отстаивания в первую очередь собственных интересов. В этом случае по крайней мере на ближайшие несколько месяцев Москва получит отсрочку в введении новых санкций. **С другой стороны, Россия может предложить Греции сотрудничество в газовом вопросе, что делает вопрос отмены санкций взаимовыгодным для обеих стран.** После переориентации «Южного потока» в Турцию Газпром неоднократно предлагал Европе рассмотреть строительство газопровода к хабу, строящемуся на границе Греции и Турции. В январе председатель совета директоров Газпрома Виктор Зубков окончательно обозначил дату перенаправления газа с территории Украины в «Турецкий поток» – 2019 год. Кроме того, министр финансов А. Силуанов заявил, что Россия может рассмотреть предоставление финансовой помощи Греции, если соответствующий запрос поступит, что также может быть свидетельством попыток начать диалог.

В остальном ситуация в европейской экономике не претерпела в январе серьезных изменений. ЕЦБ, как и ожидалось, объявил о программе выкупа активов. Ее объем составит 60 млрд евро ежемесячно до сентября 2016 г. или пока не будут достигнуты цели по инфляции. Покупки будут осуществляться как в сегменте госдолга, так и среди корпоративных займов. **Вместе с тем, объявив долгожданное решение, ЕЦБ сделал последний имеющийся серьезный шаг на пути монетарного стимулирования европейской экономики, поэтому дальнейшее ослабление евро маловероятно.** После объявления о начале QE евро опускался ниже уровня в 1,11 долл., но достаточно быстро восстановился до 1,13 долл. вопреки опасениям в отношении Греции. Мы полагаем, что на текущий момент евро достиг своего равновесного состояния и дальнейшее снижение будет происходить за счет укрепления доллара. Это по всей видимости до повышения ставки ФРС также не состоится.

Динамика инфляции в еврозоне и Германии



Источники: Eurostat; оценка: Велес Капитал

Спрос на кредиты в ЕС начал расти

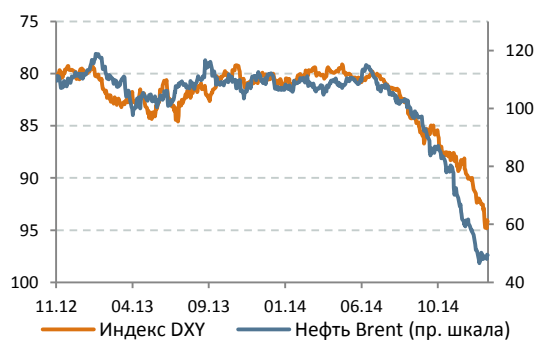


Источники: ЕЦБ; оценка: Велес Капитал

Динамика евро



Динамика цен на нефть и индекс DXY



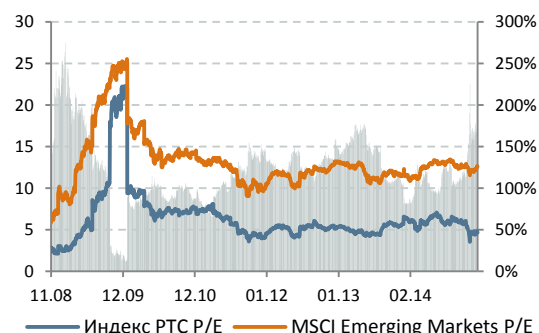
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



■ **США.** Американская экономика начинает ощущать на себе эффект от укрепления доллара и падения цен на нефть. ВВП в 4-м квартале вырос на 2,6% после рекордного подъема на 5% в 3-м квартале. Негативный эффект на показатель оказал опережающий рост импорта на фоне укрепления доллара. Импорт в 4-м квартале вырос на 8,9% при росте экспорта на 2,8%. Также негативный вклад внесло снижение госрасходов на оборонку (-2,2%). Подтверждают замедление темпов роста и данные по деловой активности в производственном секторе. В январе индикатор сократился до с 55,1 до 53,5 пунктов. Кроме того, объем промышленных заказов продолжил падать 5-й месяц подряд и в декабре сократился на 3,4%. Вкупе с появившимися в Бежевой книге опасениями негативного влияния низких котировок нефти на американскую экономику, ослабление ряда индикаторов может указывать на начавшееся торможение экономики. Мы не исключаем в ближайшие несколько месяцев дальнейшее ухудшение макроиндикаторов. В случае, если низкие цены на нефть продержатся продолжительный период времени, вероятно ухудшение и на рынке труда. **Все это может привести к отсрочке ФРС сроков начала повышения ставок. Мы считаем, что вопреки господствующим ожиданиям, велика вероятность того, что первое повышение ставки в июне не произойдет, и период низких ставок может затянуться даже до конца 2016 г.** В перспективе ближайших месяцев это означает приостановку растущего тренда в долларе к большинству мировых валют. **Коррекция в долларе окажет благотворное влияние на сырьевые рынки, в частности на рынок нефти.**

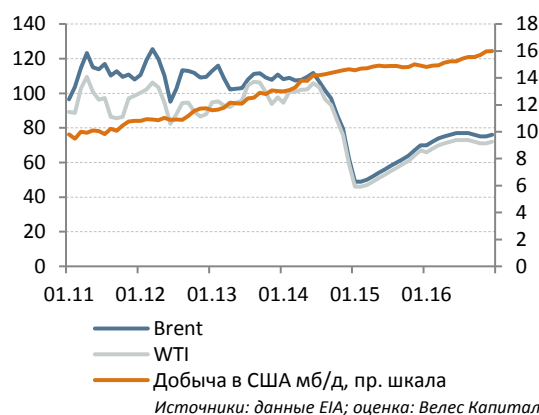
■ **Нефть.** Падение котировок нефти продолжилось в начале года, но за первую неделю февраля нефть фактически отыграла все январское падение. **Мы полагаем, что в январе нефть достигла дна, которое находится на уровне около 48 долл. за баррель марки Brent.** Поводом для роста котировок стали данные по числу работающих буровых в США, которые продемонстрировали в последнюю неделю января максимальное падение за историю расчетов – порядка 7% за неделю. При этом, **по сравнению с пиком, достигнутым в сентябре, число работающих нефтяных буровых установок в США сократилось уже более чем на 23%.** Мы считаем, что падение объемов бурения в США только начинается – перспективы дальнейшего снижения отражают данные по числу разрешений на бурение в США – в октябре снижение на 15% по сравнению с сентябрем, в ноябре снижение на 40% по сравнению с октябрем, в декабре число разрешений на бурение в Техасе – крупнейшем штате по объемам добычи сланцевой нефти – снизилось еще на 50%.

Рисковая премия развивающихся рынков сокращается



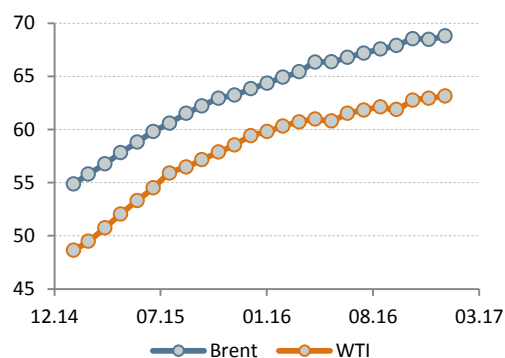
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Прогноз министерства Энергетики США



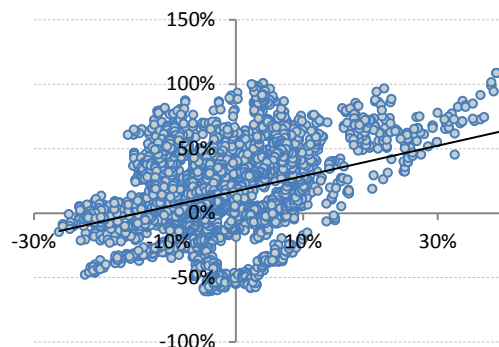
Источники: данные EIA; оценка: Велес Капитал

Фьючерсные кривые



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Годовой прирост цены на нефть в зависимости от текущего спреда ближайшего и годового контракта



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

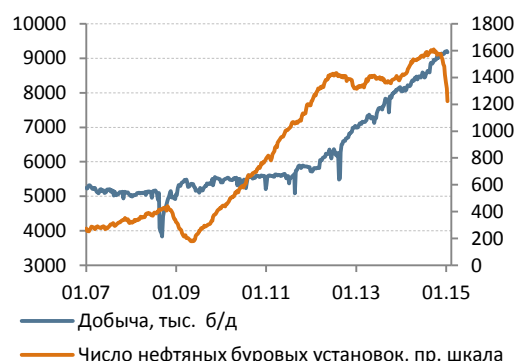


Учитывая примерно трехмесячный лаг между получением разрешения и началом бурения, данные за ноябрь-декабрь отразятся в объемах бурения лишь в феврале-марте. Снижение активности в нефтяном секторе в США уже привело к заморозке заработных плат и сокращениям персонала, что вылилось в крупнейшую забастовку нефтяников в США в начале февраля.

В целом, падение бурения в США и новости об урезании инвестиционных бюджетов нефтяных компаний по всему миру привели к пересмотру прогнозов по рынку нефти – теперь в основном ожидается медленный рост котировок черного золота до конца текущего года. Так, Министерство Энергетики США ожидает постепенного роста котировок нефти марки Brent с текущих уровней до 70 долл. за баррель к концу текущего года и 76 долл. – к концу 2016 г. Отметим, что при этом по прогнозам Минэнерго США, рост добычи в США будет продолжаться до середины текущего года, затем до конца года рост остановится и возобновится лишь в 2016 г. Мы полагаем, что данный сценарий является оптимистичным – по нашим оценкам, уже при сохранении текущих объемов бурения в течение года, среднесуточная добыча в декабре 2015 г. окажется на уровне декабря 2014 г. В случае же продолжения падения объемов бурения (что является наиболее вероятным сценарием), среднесуточная добыча к концу года окажется ниже уровня, достигнутого в декабре 2014 г. Учитывая вышесказанное, а также опираясь на данные по фьючерсным кривым нефти, мы ожидаем более существенного роста котировок черного золота к концу года. По нашим расчетам, стоимость барреля нефти марки Brent достигнет к концу текущего года 80 долл. за баррель. В феврале нефть, по нашему мнению, будет находиться в диапазоне 55-62 долл. за баррель марки Brent.

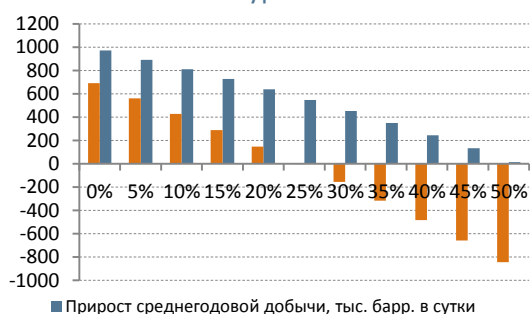
■ **Фондовый рынок.** Угроза новых санкций и снижение суверенного рейтинга России уже мало пугают инвесторов в феноменально дешевый российский рынок. Динамика российского рынка в ближайшем будущем будет, по нашему мнению, определяться двумя основными трендами (на укрепление рубля и нефти). При этом не стоит ожидать резкого укрепления рубля и роста нефти уже в феврале – пока мы наблюдаем лишь их медленное зарождение. В то же время этот разворот означает, что лидерство будет постепенно переходить от нефтяных экспортных бумаг к нефтяным и отдельным бумагам внутреннего спроса. Дополнительную угрозу для металлургического сектора представляют заявления правительства о возможности введения экспортных пошлин на металлы, в первую очередь – на сталь.

Добыча и бурение в США



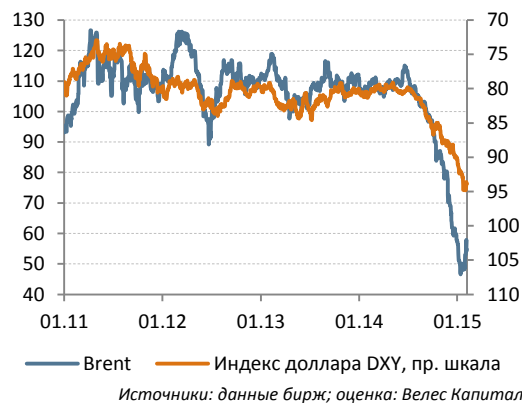
Источники: данные Baker Hughes; оценка: Велес Капитал

Прогноз прироста добычи сланцевой нефти в США в зависимости от изменения объемов бурения в 2015 г.



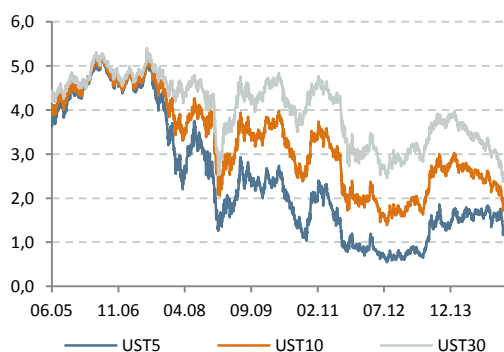
Источники: данные Baker Hughes; оценка: Велес Капитал

Нефть и курс доллара



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Динамика доходности UST



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



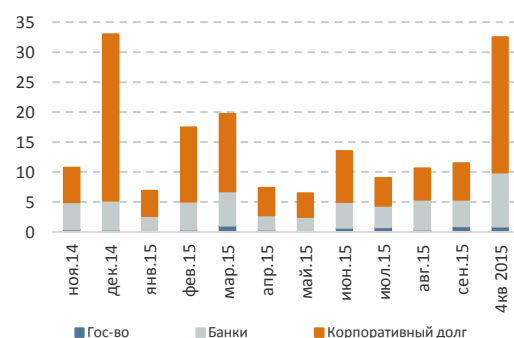
Среди нефтегазовых бумаг в лидеры может выйти газовый сегмент – стоит обратить внимание на **Газпром** и **НОВАТЭК**. Значительная доля продаж Газпрома приходится на внутренний рынок, где цены зафиксированы в рублях, НОВАТЭК же продает на внутреннем рынке подавляющую часть производимой продукции. Укрепление рубля при фиксированных рублевых ценах на газ на внутреннем рынке сыграет в пользу газовых компаний. Среди собственно нефтяных бумаг **лидерство от Татнефти, ЛУКОЙЛа и Сургутнефтегаза может перейти к Роснефти**.

С укреплением рубля, которое через некоторое время практически автоматически приведет к снижению ставок ЦБ, может стать привлекательным банковский сектор, в котором мы отдаем предпочтение **Сбербанку**. Также стоит обратить внимание на телекомы – интерес могут представлять **МТС и Мегафон**.

■ **Денежный рынок.** Январь прошел относительно спокойно на денежном рынке. Приток в банковскую систему бюджетной ликвидности в конце 2014 – начале 2015 гг. и средств населения по повышенным ставкам, похоже, не только компенсировал отток клиентских средств в декабре прошлого года, но даже сформировал определенный профицит ликвидности, который банки с большим желанием размещали на депозите в ЦБ (к примеру, стоимость средне- и долгосрочных вкладов населения в январе у большинства игроков была ниже, чем доходность на депозите у регулятора). В результате, в январе Банк России регулярно проводил операции «тонкой настройки», однако уже не в виде аукционов РЕПО по предоставлению средств, а в виде депозитных аукционов по абсорбированию ликвидности. В свою очередь, индикативная межбанковская ставка MosPrime о/п большую часть месяца находилась вблизи уровня ключевой ставки ЦБ.

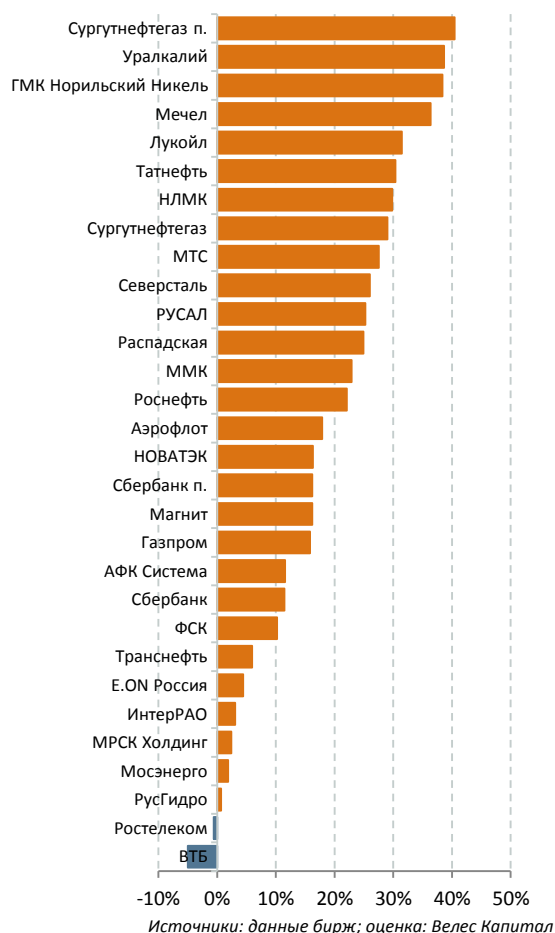
В конце месяца Банк России неожиданно для большинства участников рынка принял решение понизить ключевую ставку с 17% до 15% годовых. Сам по себе фактор снижения ставки является положительным моментом для денежного рынка, однако пока стоимость фондирования остается в районе 15-20% (по различным источникам), говорить о каком-либо улучшении ситуации не приходится. Мы полагаем, что банки смогли по мере возможности восполнить клиентский отток декабря, и снижение стоимости ресурсов в данном контексте уже не играет важной роли. При этом Банк России ожидает пика инфляции только во втором квартале 2015 года, а ее снижения ниже двузначной отметки только в январе 2016 года. С учетом того, что по состоянию на 26 января годовой темп роста инфляции составил 13,1%, и ее пик во втором квартале может составить 13,5-14,0%, мы полагаем, что до конца первого полугодия регулятор, как максимум, может понизить ключевую ставку еще на 1 п.п., и вплоть до конца

График погашения внешнего долга



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Лидеры и аутсайдеры российского рынка



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Динамика бивалютной корзины и нефти



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



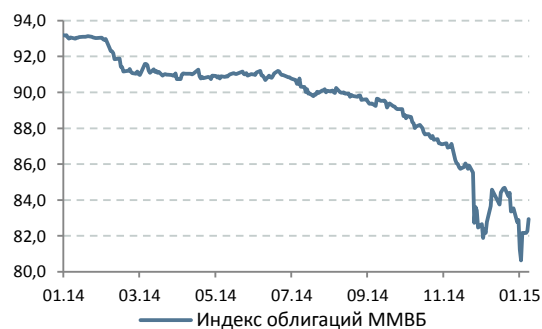
второго полугодия ставка будет сохраняться на двузначной отметке.

На валютном рынке с начала 2015 г. рубль вновь терял позиции и к концу января снизился более чем на 20% к корзине валют. Отечественная валюта находилась, главным образом, под давлением падающих цен на нефть. Тем не менее, в целом ситуация на рынке была относительно спокойной, несмотря на то, что курс находился не так далеко от декабрьских уровней. В частности, с более-менее заметным объемом интервенций Банк России выходил на рынок только в первые рабочие дни января, а в дальнейшем не участвовал в торгах. Впрочем, нельзя забывать, что регулятор в принципе в последнее время не отличается активностью на валютном рынке.

Начавшееся восстановление цен на нефть будет способствовать коррекции и в рубле. Мы полагаем, что американская валюта по отношению к рублю в первой половине месяца будет колебаться в диапазоне 65-70 руб. за доллар. При этом в «позитивном сценарии», когда нефть поднимается до 60 долл., а нервозность вокруг Украины вновь снижается, не исключаем укрепления национальной валюты до 60-65 руб. за доллар. Понижение же ставки прошло практически незаметно для рынка, что открывает для ЦБ возможность нового смягчения. В моменте рубль ослаб почти до 72 руб. за доллар, но быстро вернулся ниже отметки в 70 руб., что указывает на снижение спекулятивного давления на рубль. Впрочем, не стоит ожидать новых действий до появления уверенности в окончании падающего тренда. Это возможно, например, при закреплении цены на нефть хотя бы на отметке в 60 долл. Кроме того, в феврале-марте предстоят достаточно крупные выплаты по внешнему долгу – в общем сложности 37 млрд долл., что эквивалентно погашениям в декабре. Компаниям и банкам придется заранее накапливать валюту для погашения, поэтому определенное давление на рубль сохранится.

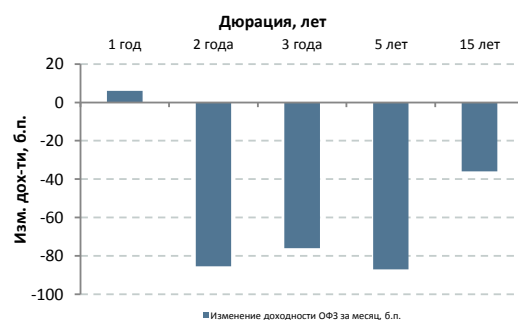
Долговой рынок. Начало года на долговом рынке прошло спокойно. После резкого роста доходности в конце года на решении ЦБ поднять ключевую ставку до 17%, в январе участники воздержались от активных действий. Длинные праздники в России также наложили отпечаток на объемы торгов долговыми инструментами. В то же время снижение суверенного рейтинга агентством S&P до мусорного уровня практически не отразилось на котировках займов, поскольку было уже во многом заложено в цены, а в последствии компенсировано снижением ключевой ставки ЦБ. На протяжении почти всего месяца кривая не выходила за пределы диапазона 15-16% годовых и лишь в конце месяца доходность даже коротких бумаг опустилась ниже 15% после решения ЦБ снизить ставку до 15%.

Индекс ММВБ облигации



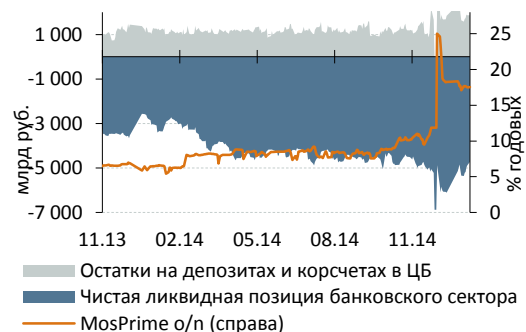
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Изменение доходности ОФЗ за месяц



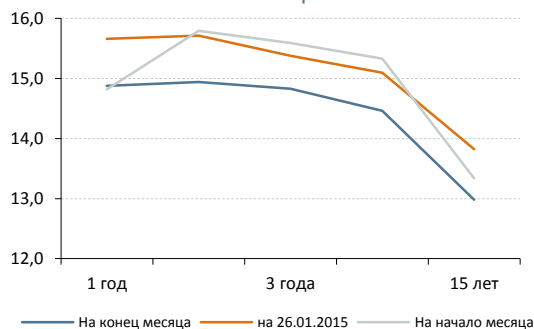
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Ликвидность



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Изменение кривой ОФЗ за последний месяц



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



В перспективе ближайшего месяца долговой рынок останется под давлением проблем на Украине и рисков дальнейшего ужесточения санкционного давления со стороны Запада. Также непростая ситуация в российской экономике, дешевеющий рубль и высокие ставки фондирования продолжают оказывать давление изнутри. Вместе с тем, появившиеся сигналы о возможном развороте нефти дают надежды на отскок в ближайшей перспективе. Не исключено, что февраль может стать одним последним месяцем столь высоких ставок, поэтому, мы считаем, что сейчас наступает подходящее время для формирования среднесрочного портфеля. В первую очередь, мы рекомендуем сосредоточить внимание на ОФЗ со сроком обращения до 5-лет. Именно на этом участке доходность госзаймов в настоящий момент максимальная, отражая временное повышение ключевой ставки. В корпоративном сегменте осталось не столь много ликвидных займов. Рекомендуем обратить внимание на займы ВК-Инвест-7, МТС-3 и Система-4. Все три имеют дюрацию около 1 года и предлагают доходность 18-18,5% годовых. Привлекательным является заем Евраз-7 с офертой в июне 2016 г. Доходность по займу составляет 19% годовых. В банковском секторе интересно выглядят займы Бинбанк БО-2, КредитЕвропаБанк БО-3, БО-5, Банк ФК Открытие БО-5, Банк Санкт-Петербург БО-8, ХКФ Банк-7.

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 2015 г.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в Аналитическое управление ИК «Велес Капитал».



Департамент активных операций

Евгений Шиленков
Директор департамента
EShilnikov@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

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

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