

Макроэкономическая конъюнктура



(5.Необходимость ждать)

Июнь преподнес финансовым площадкам ряд серьезных испытаний, что вылилось в резкое удешевление большинства активов. Начавшаяся еще в мае коррекция на опасениях, что ФРС в ближайшие месяцы предпримет попытку сворачивания программы стимулирования, в июне переросла в полноценную переоценку. Глава ФРС Бен Бернанке по итогам июньского заседания не стал развеивать страхи, а наоборот подчеркнул, что выход из QE3 должен быть своевременным и начать его вполне можно до конца текущего года. Полное прекращение выкупа американского госдолга, согласно прогнозам регулятора, может наступить к середине 2014 г.

Неожиданная смена тона ФРС и то, что сроки завершения «эры дешевых денег» обрели вполне конкретные черты, оказались ударом для всех глобальных рынков и вызвали массовые распродажи. Со временем же к инвесторам пришло осознание того, что американская экономика уже находится на пути к восстановлению и не нуждается в дальнейшей монетарной поддержке, что привело к еще большему снижению интереса к защитным Treasuries. Впрочем, реакция рынков, на наш взгляд, выглядела чрезмерной, и сворачивание стимулирующей программы начнется скорее лишь к концу года. В пользу этого говорят пока нестабильные темпы восстановления американской экономики. К примеру, ВВП страны за 1-й квартал был пересмотрен с 2,5% до 1,8% в годовом выражении, показатели безработицы и инфляции все еще далеки от целевых уровней.

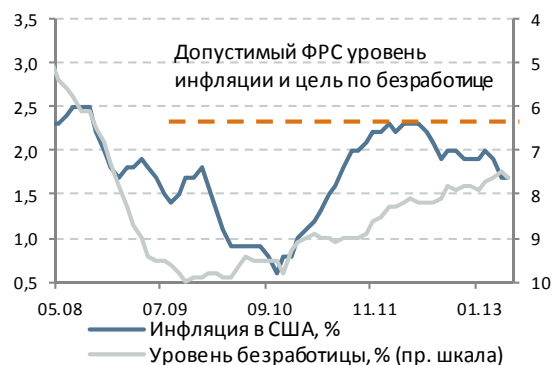
Если в долгосрочном периоде тенденция к улучшению макроэкономических индикаторов сохранится, доходность казначейских облигаций продолжит расти и дальше. Мы полагаем, что шестилетний период снижения ставок казначейских облигаций уже подошел к концу и рынок Treasuries вошел в долгосрочный медвежий тренд. До конца года мы не исключаем роста доходности еще, по крайней мере, на 50 б.п. Для мировой экономики это выльется, с одной стороны, в приток ликвидности, извлекаемый с рынка Treasuries, но с другой – в рост доходности госзаймов. Европейские страны уже ощущают на себе последствия роста кривой UST, что угрожает новым витком долгового кризиса.

Индекс экономических сюрпризов



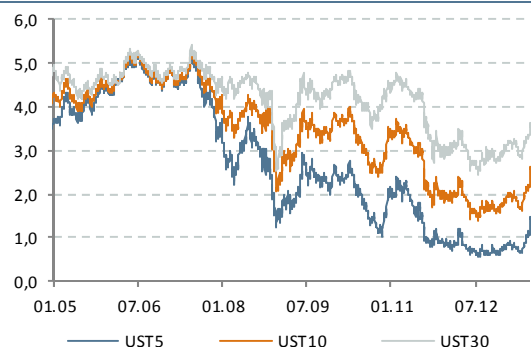
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Безработица стремиться к целевому уровню



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Динамика доходности Treasuries



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

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 2013г.

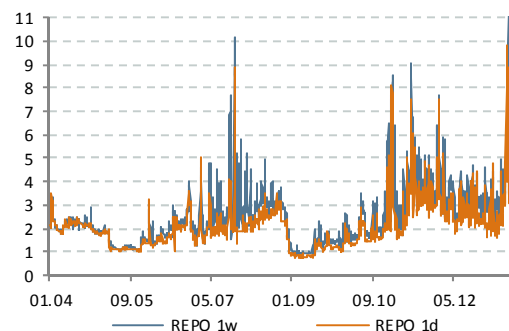


В перспективе ближайшего месяца вопрос роста ставок как американских, так и европейских госбумаг, скорее всего, будет волновать рынки лишь в случае продолжения роста доходности. В противном случае внимание инвесторов сместится на предстоящий сезон корпоративной отчетности и прогнозы компаний на 2-е полугодие. В последнее время по обе стороны Атлантики звучали разговоры о снижении темпов роста экономики во 2-м полугодии, поэтому предстоящие отчеты компаний могут принести немало сюрпризов.

Еще один тревожный сигнал поступил из Китая. Сначала банкротство одного из региональных банков, а затем нежелание местного Центробанка вмешиваться в ситуацию, взвинтили ставки однодневного РЕПО почти до 10% годовых (а внутри дня они поднимались до 30%). Жесткая позиция регулятора была продиктована желанием прекратить рост теневого банковского сектора и накачку ликвидностью нерентабельных компаний и отраслей с перепроизводством. Помощь от Народного Банка Китая пришла лишь после двухнедельного периода молчания, и то, как нам кажется, во многом благодаря растущему вниманию к проблеме со стороны мирового финансового сообщества. В текущий момент ситуация вернулась в состояние равновесия. Но при этом стало ясно, что руководство страны готово на самые решительные действия в борьбе с финансовыми пузырями. **Сами же по себе эти, пускай и временные, трудности с ликвидностью, скорее всего, отразятся на и так ухудшившихся в последние месяцы макроэкономических индикаторах, а если ситуация с нехваткой ликвидности продолжится, негативные последствия ожидают и глобальную экономику. В первую очередь эхо кризиса будет ощущаться в сильно закредитованных добывающей отрасли и машиностроении.**

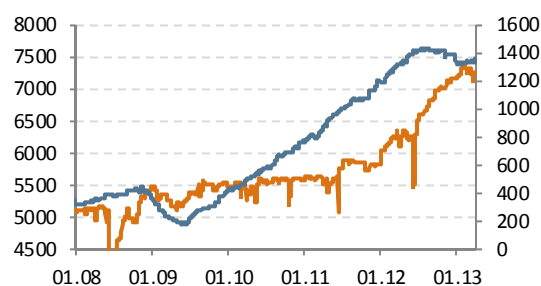
Опасения по поводу сворачивания программы количественного смягчения оказали в июне давление и на котировки нефти. Тем не менее нефть продолжает удерживаться выше сильного уровня поддержки в 100 долл. за баррель. Помимо макроэкономических моментов в ближайшем будущем все большее влияние могут начать оказывать **геополитические факторы. Новое обострение ситуации в Египте, политическая напряженность в Турции, непредсказуемость ситуации в Сирии, отсутствие подвижек в отношениях с Ираном** после окончания президентских выборов в Исламской Республике – все это может сыграть в пользу возврата рискованной премии в цену нефти уже в ближайшем будущем. Еще одним фактором риска, играющим в пользу нефти, является начавшийся в Атлантике сезон ураганов (продолжается с 1 июня до 30 ноября). По прогнозам Национального управления США по

Ставки РЕПО в Китае



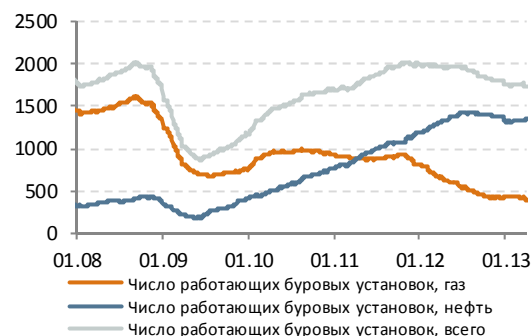
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Стагнация нефтяного бурения в США



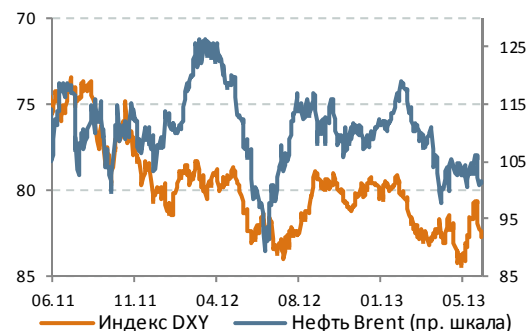
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Нефтегазовое бурение в США



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Соотношение курса доллара и цены Brent



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



исследованию океанов и атмосферы, сезон тропических ураганов в Атлантическом океане в этом году будет более активным, чем обычно: ожидается, что над Атлантикой зародится от 13 до 20 тропических штормов. От семи до одиннадцати из них перерастут в ураганы, а три-шесть усилятся до третьей категории опасности по пятибалльной шкале Саффира-Симпсона. **Сезон ураганов в Атлантике может стать самым мощным и активным за последние 10 лет.** Заметным фактором, проявившимся в последнее время и способным привести к существенной переоценке перспектив рынка нефти является **замедление темпов роста добычи в США.** В последние годы общим мнением стало ожидание бесконечного продолжения бума сланцевой нефти в США (вплоть до прогнозов об обнулении американского импорта нефти к 2020 г.). В то же время за первые годы сланцевого бума были сняты все «сливки» – теперь в разработку вовлекаются все более сложные месторождения с более высокой стоимостью добычи. Одновременно исчерпал себя эффект от высвобождения буровых установок, использовавшихся для бурения на месторождениях сланцевого газа, что означает в перспективе дополнительное увеличение себестоимости добычи. Особенность скважин, добывающих сланцевую нефть, – очень быстрое падение дебита. Обычно более половины всей нефти добывается в первые 400 дней работы скважины, после чего начинается экспоненциальное падение дебита, которое может быть компенсировано только бурением новых скважин. При этом в США уже **около года наблюдается стагнация и даже некоторое снижение объемов бурения, отложенный эффект от которого начнет ощущаться в ближайшее время и способен резко остановить растущий тренд добычи в США.**

- ❏ Чрезмерно острая реакция инвесторов на возрастание риска сворачивания QE сделала российские акции еще более привлекательными для покупок. **Дисконт российского рынка относительно прочих развивающихся рынков снова на максимумах, так же как и дисконт развивающихся - к США.** Мы полагаем, что не за горами окончание периода опережающего роста американского рынка и запуска процесса перетока средств с развитых на развивающиеся рынки. Переломным моментом может послужить факт свертывания QE, но определенные покупки акций развивающихся рынков начнутся заблаговременно. В перспективе месяца мы все же не ждем резкого роста российского рынка, но **отдельные бумаги уже сейчас представляют заметный интерес в качестве инвестиции.** Среди нефтегазовых бумаг – это **Роснефть** (поток позитивных новостей пробудил интерес инвесторов к бумаге, а публикация первой консолидированной отчетности с учетом ТНК-ВР может стать поводом для новых покупок) и **Сургутнефтегаз**

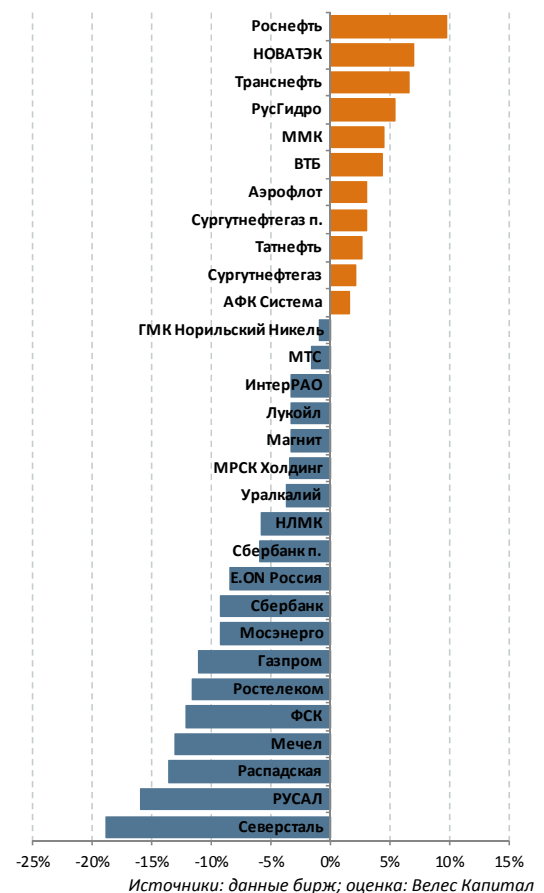
Запасы нефти и моторного топлива



Длинные позиции спекулянтов



Лидеры и аутсайдеры российского рынка



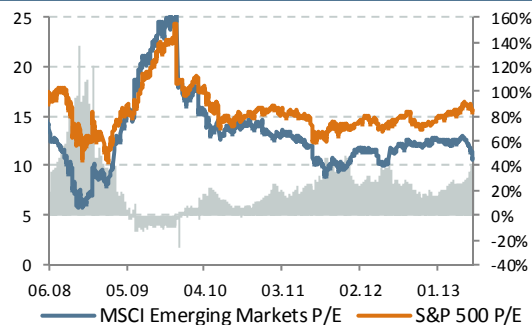


(ставка на слабый рубль). Новые инициативы правительства в области страхования ипотеки, а также перспективы смягчения КДП российским ЦБ являются поводом для роста интереса к девелоперским компаниям (**ПИК, ЛСР, ГАЛС**). Сезонные факторы говорят в пользу покупки производителей удобрений – в первую очередь мы рекомендуем обратить внимание на **Акрон и ФосАгро**. Наихудшим остается положение российских черных металлургов – экономический спад в Еврозоне, а также ограничение кредитования и введение жестких экологических норм в Китае продолжают ограничивать спрос на металлургическую продукцию. При этом избыточные объемы китайской стали выплескиваются на мировой рынок, снижая рентабельность азиатских и европейских металлургов. В данный момент в металлургии доминирует точка зрения, что приведение объема предложения проката в Китае в соответствие со спросом может произойти только естественным путем, когда цены опустятся настолько низко, что это вынудит покинуть отрасль наиболее слабые компании. Мы ожидаем, что внутренние цены на плоский прокат (HRC) в России закрепятся в диапазоне 500-530 долл. за т, а экспортные цены снизятся во 2П 2013 на 10% до 450 долл. за т, что приведет к снижению выручки российских сталелитейщиков на 5-10% по итогам года.

В динамике ключевых индикаторов денежного рынка в июне кардинальных изменений не наблюдалось. После небольшого притока бюджетной ликвидности на рынок в начале месяца отрицательная величина чистой ликвидной позиции банковского сектора (разница между остатками банков на корсчетах и депозитах в ЦБ и задолженностью перед регулятором и федеральным бюджетом) и межбанковские ставки скорректировались, однако почти сразу же стали «восстанавливать» позиции. В восстановление внес свой вклад и очередной налоговый период, к концу которого индикативная MosPrime о/п обосновалась выше 6,5% годовых, а чистая отрицательная ликвидная позиция банков закрепилась на уровне 1,7 трлн руб., что стало новым максимумом с декабря 2012 г. Однако в целом значение MosPrime о/п в конце июня соответствовало уровню «закрытия» мая, и картина со стоимостью ликвидности, по сути, не изменилась.

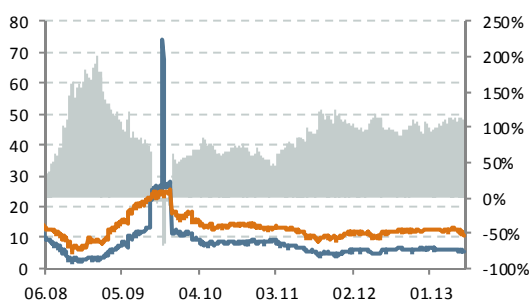
Основное же внимание участников рынка в июне было приковано к валютным торгам, где отечественная валюта стремительно теряла позиции. Пара доллар/рубль, начинавшая июнь ниже отметки в 32 руб., в течение месяца забиралась выше 33 руб. В свою очередь, резкое ослабление отечественной валюты вынудило Банк России увеличить валютные интервенции на рынке. Так, если за весь май общий объем продажи валюты ЦБ составил порядка 250 млн долл., то уже с 10-го июня Банк России продавал более 200 млн долл. на ежедневной основе. В результате с

Рисковая премия вернулась к максимумам



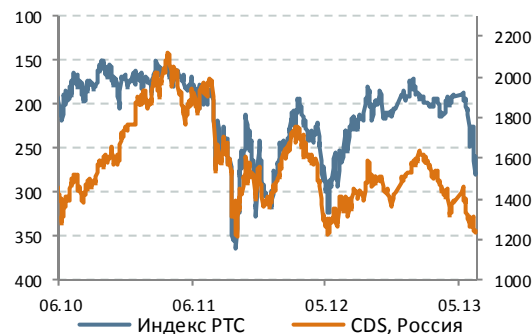
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Россия снова отстает



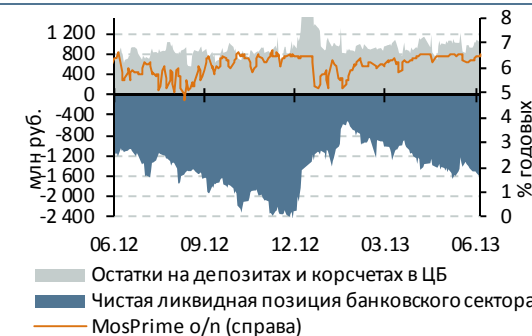
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

PTC и CDS на Россию



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Ликвидность



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



начала июня регулятор продал уже более 2,5 млрд долл., что, например, превышает объем валютных интервенций в июне прошлого года, когда заметно возросло давление на ставки денежного рынка в результате изъятия с рынка такого количества рублевой ликвидности.

Мы полагаем, что уже в ближайшее время рубль начнет постепенно восстанавливать позиции, так как падение в июне во многом носило спекулятивный характер, а фундаментальные факторы в виде цен на нефть в июле будут играть на стороне отечественной валюты. В связи с этим угроза для денежного рынка в виде изъятия рублевой ликвидности Банком России постепенно сойдет на нет, а до этого момента регулятор, судя по всему, продолжит щедро снабжать банки средствами на аукционах РЕПО, лимиты на которых в последнее время сводят к минимуму рост ставок МБК в дни крупнейших налоговых платежей.

Резкое снижение толерантности инвесторов к риску, спровоцировавшее снижение курса рубля и стоимости нефти, негативно сказались и на котировках отечественных займов. Доходность ОФЗ выросла за месяц в среднем на 1 п.п. на сроке от 5 лет и около 30-50 б.п. до 5 лет. В корпоративном сегменте торговая активность в течение месяца оставалась на низком уровне, но в тех займах, где проходили сделки, рост доходности составил те же 30-50 б.п. на сроке 1-3 года или 50-100 б.п. по цене.

В перспективе следующего месяца мы видим высокие шансы на умеренный рост внутреннего долгового рынка. Скорее всего, ситуация вокруг сворачивания QEЗ пока поутихнет и ставки UST скорректируются вниз. В частности, спрос на защитные активы может повыситься в сезон корпоративной отчетности, если прогнозы американских компаний будут выглядеть не столь оптимистично. Снижающееся давление со стороны американского рынка госдолга, ожидаемое укрепление рубля и рост котировок нефти, на наш взгляд, повысят спрос на рублевые займы. Основной объем ликвидности традиционно будет сосредоточен в госсегменте, а корпоративные займы инвесторы по-прежнему будут придерживать, поэтому если переоценка и произойдет, то на низких торговых оборотах. В результате мы рекомендуем сосредоточить внимание на займах ОФЗ со сроком до погашения от 5 лет (серий 26207, 26209, 26210), как наиболее сильно пострадавших в период июньских распродаж и имеющих хороший потенциал роста при реализации положительного сценария для внутреннего рынка. Если говорить о корпоративном сегменте, то в свете сохраняющейся неопределенности относительно перспектив глобальной экономики и низкой торговой активности по данным бумагам, рекомендуем обратить внимание на короткие займы качественных заемщиков (МТС-3, -4, РСХБ-3, -9, -15) и удерживать их до погашения.

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

Индекс ММВБ облигации



Источники: данные бирж; оценка: Veles Capital

Изменение доходности ОФЗ за месяц



Источники: данные бирж; оценка: Veles Capital



Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком(ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика(ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика(ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

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

© Велес Капитал 2013 г.

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



Управление по работе с долговыми обязательствами

Евгений Шиленков
Директор департамента активных операций
EShilenkov@veles-capital.ru

Екатерина Писаренко
Начальник управления
EPisarenko@veles-capital.ru

Оксана Теличко
Зам. начальника управления
OSolonchenko@veles-capital.ru

Антон Павлючук
Начальник отдела по работе с облигациями
APavlyuchuk@veles-capital.ru

Алена Шеметова
AShemetova@veles-capital.ru
Зам. нач. отдела по работе с облигациями

Оксана Степанова
зам. нач. отдела по работе с облигациями
OStepanova@veles-capital.ru

Елена Рукинова
Специалист по работе с облигациями
ERukinova@veles-capital.ru

Мурад Султанов
Специалист по работе с еврооблигациями
MSultanov@veles-capital.ru

Михаил Мамонов
Начальник отдела по работе с векселями
MMamonov@veles-capital.ru

Ольга Боголюбова
Специалист по работе с векселями
OBogolubova@veles-capital.ru

Юлия Шабалина
Специалист по работе с векселями
YShabalina@veles-capital.ru

Тарас Ковальчук
Специалист по работе с векселями
TKovalchuk@veles-capital.ru

Аналитический департамент

Иван Манаенко
Директор департамента
IManaenko@veles-capital.ru

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

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

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

Анна Соболева
Долговые рынки
ASoboleva@veles-capital.ru

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

Юлия Фрумкина
Потребительский сектор
YFrumkina@veles-capital.ru

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

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