

Макроэкономическая конъюнктура

Только на краю пропасти понимаешь, что не всё хорошее впереди...

■ **США.** ФРС по итогам июньского заседания изменил формулировку своей оценки состояния экономики, что **дает сигнал к началу подготовки рынков к повышению ставки.** В то же время тон выступления Дж. Йеллен остался мягким, что говорит в пользу того, что **регулятор еще не принял окончательного решения по срокам изменения ставки.** Согласно опросам голосующих членов комитета по открытым рынкам, в текущем году ожидается 1-2 изменения ставки на 20 б.п., однако ожидания на последующие годы по темпам роста резко снизились. Таким образом, регулятор, вполне вероятно, будет придерживаться плавного повышения ставки согласно изменениям в экономике.

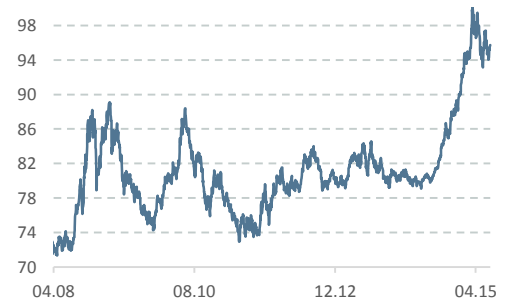
■ **Вместе с тем, выходявшие уже после заседания ФРС статданные указывали на возвращение оптимизма в экономике.** Во-первых, оценка падения ВВП в 1-м квартале была вновь повышена до -0,2%, хотя согласно предыдущей оценке падение составляло 0,7%. Таким образом, регулятор во время заседания опирался на более жесткую оценку экономического роста. Во-вторых, положительную динамику показывают индикаторы потребительских настроений, что подтверждается возвращением спроса на жилье. Расходы населения в мае росли максимальными с 2009 г. темпами на 0,9%, рост доходов составил 0,5%. На этом фоне продажи новостроек выросли в мае до максимума с 2008 г. в 546 тыс. домов. На вторичном рынке объем продаж составил 5,35 млн домов – максимум с конца 2009 г. В то же время промпроизводство в мае продолжило замедляться. **По всей видимости, постепенное восстановление рынка труда и перспектива роста ставок по ипотеке, привязанных к динамике UST, подтолкнула население к началу трат. В то же время, другие сектора экономики, в частности нефтедобыча, остаются более слабыми.** Инфляция пока не демонстрирует признаков роста (в мае составила 0% в годовом выражении), однако в случае дальнейшего роста потребления со стороны населения может быстро увеличиться.

Индекс экономических сюрпризов



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Индекс доллара



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



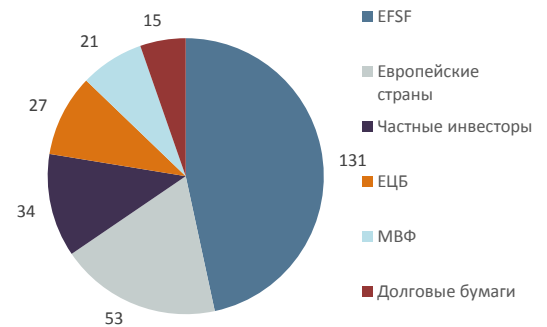
Разрешение греческого кризиса также может повлиять на решение ФРС по ставке. В случае сильного бегства инвесторов в американские активы, мы не исключаем, что регулятору придется сдерживать укрепление доллара, курс которого уже негативно влияет на экспортный потенциал экономики.

ЕС. Греческий кризис не сходил с первых полос на протяжении всего месяца. Попытки греческого правительства «выторговать» для страны более выгодные условия в конечном итоге привели к отказу кредиторов вести дальнейшие переговоры, и судьба Греции была вынесена на общенародный референдум. Граждане уверенно сказали «нет» требованиям кредиторов, тем самым наделив текущее правительство мандатом продолжить переговоры в прежнем ключе. Поскольку все последние предложения Афин, выдвигавшиеся накануне референдума, не устроили кредиторов, мы полагаем, без принципиально новой программы соглашения достичь также не удастся. **Простым решением для Греции, пожалуй, было бы списание долга.** Возможно, именно этот пункт и будет включен в новый проект реформ. **В таком случае дальнейшая судьба Греции в составе еврозоны будет зависеть от желания ЕС сохранить валютный союз в текущем виде.** Если же ЕС не пойдет на уступки, то может столкнуться с желанием других стран провести списание части долга. Очередной дедлайн по достижению соглашения назначен на 12 июля, когда состоится очередной экстренный европейский саммит. Достижение хоть какого-то прогресса позволит стране получить экстренную помощь во избежание невыплаты по кредитам ЕЦБ. **Если Афины пропустят и этот платеж, регулятор отключит национальные банки от общеевропейской системы, и единственным выходом станет переход к собственной валюте.**

При этом Grexit, пожалуй, несет в себе ограниченную угрозу для финансовой стабильности европейских рынков. На долю частных кредиторов приходится около 34 млрд евро греческого долга, еще 15 млрд выпущено в виде долговых инструментов, по которым, с высокой вероятностью, уже начислены 100% резервы. Остальные 232 млрд евро займов выданы европейскими правительствами, ЕЦБ, МВФ и EFSF и дефолт по ним не принесет серьезных проблем для стабильности финансовой системы, однако вполне может вызвать глобальную переоценку рисков. Сами европейские лидеры уже не опасаются Grexit, поэтому требуют в обмен за продление программы финансовой помощи выполнение все тех же жестких мер экономии.

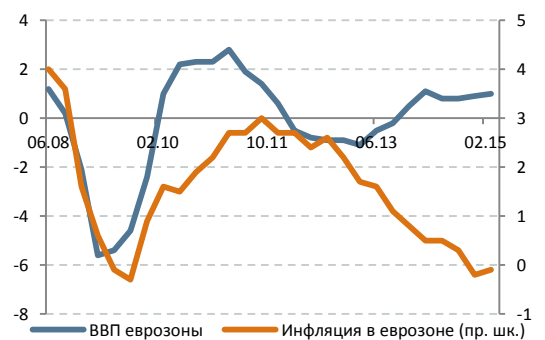
Взаимоотношения России и ЕС не претерпели изменений в июне. ЕС ожидаемо продлил санкции против России до

Владельцы долга Греции



Источники: Open Europe, IMF; оценка: Велес Капитал

Соотношение инфляции и ВВП в еврозоне



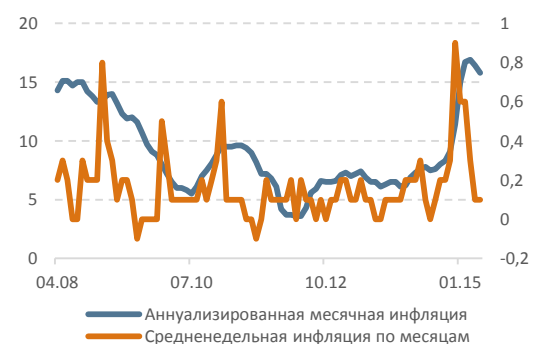
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Соотношение ВВП и потребительской уверенности в еврозоне



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Пик инфляции в России уже пройден



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



января 2016 г., увязав срок их действий с выполнением минских соглашений. Стоит также отметить, что боевые действия на Востоке Украины с окончанием евросаммита также стали менее заметными. Правда, немаловажную роль в этом сыграли и события в Греции, приковавшие в конце месяца к себе внимание европолитиков и инвесторов.

■ **Россия.** Существенных улучшений в российской экономике в июне не произошло. Темпы падения промпроизводства ускорились в мае до 5,5% после снижения на 4,5% в апреле. Наиболее сильное падение вновь пришлось на обрабатывающую промышленность (-8,3%), где драйвером падения по-прежнему выступает производство автомобилей (-37,9%) и стройматериалов (-10-11%). В то же время, добывающий сектор чувствует себя неплохо. Добыча полезных ископаемых в мае снизилась на 0,9%, однако весомый вклад внесло падение добычи газа на 11,8%, что может быть связано со снижением спроса в Европе на ожиданиях падения цен. Следовательно, в дальнейшем ситуация в данном сегменте может улучшиться. При этом потребительские доходы и розничные продажи демонстрируют признаки стабилизации, однако говорить о развороте преждевременно. Темпы снижения реальных зарплат в мае немного замедлились – с -9,6% в апреле до -7,3% в мае. Розничные продажи выросли сразу на 2,1% после снижения на -2,6%, в годовом выражении снижение составило 9,2% после -9,6% в апреле.

Инфляция в июне продолжила постепенно замедляться и составила 0,2% (15,3% в годовом выражении). При этом в продовольственных товарах была зафиксирована дефляция на 0,4%. Стоит, правда, отметить, что на июль запланировано повышение ряда тарифов, что окажет давление на инфляцию. По всей видимости, традиционная продуктовая дефляция в летние месяцы компенсирует запланированный рост тарифов, поэтому в июле-августе не исключаем замедления темпов снижения инфляции. Это может сказаться и на действиях ЦБ по смягчению денежно-кредитной политики.

■ Статистика пока остается слабой, поскольку отрицательная динамика? потребительских доходов вкупе с высокими ставками кредитования оказали сильное негативное влияние на промпроизводство через падение выпуска автомобилей и снижение строительства. Поэтому, если тенденция к замедлению темпов падения доходов наравне с постепенным снижением ставок потребительского кредитования сохранится и в дальнейшем, можно ожидать некоторого оживления экономики в целом.

■ **Нефть.** Несколько факторов привели к заметному

Промпроизводство удержалось от падения за счет обесценения рубля



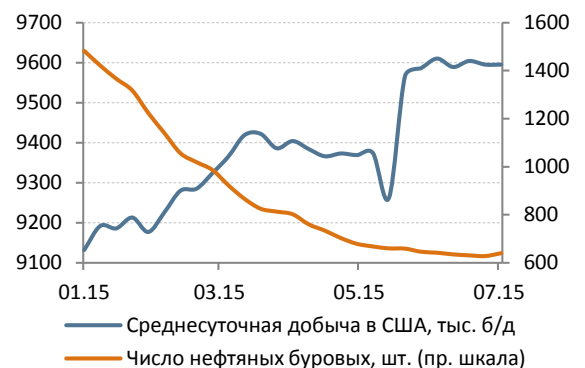
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Динамика промпроизводства РФ



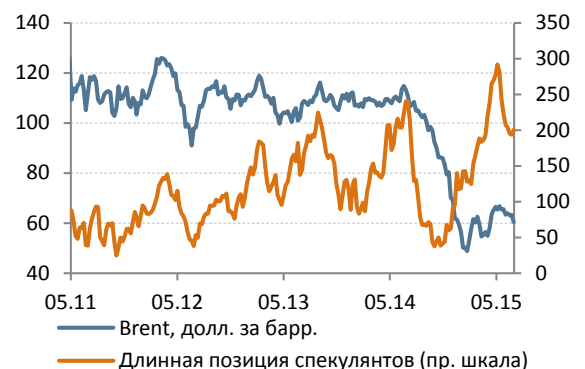
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Добыча и бурение в США



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

Спекулятивная позиция, Brent



Источники: данные CFTC; оценка: Велес Капитал

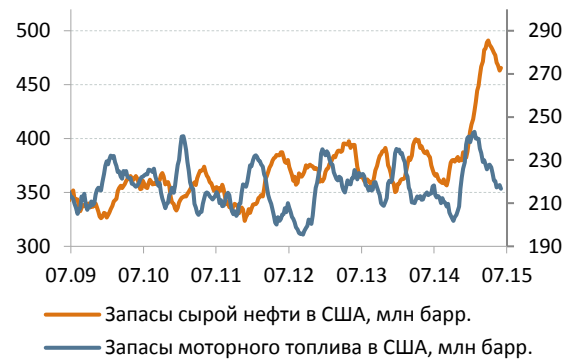


падению котировок нефти в июне – начале июля. В первую очередь на котировках нефти сказалось обострение греческой проблемы, приведшее к бегству из рискованных активов и укреплению доллара. Вторым фактором стала турбулентность на китайском фондовом рынке – инвесторы опасаются, что дестабилизация фондового рынка Китая может оказать негативный эффект на всю финансовую систему страны и экономику и снизить потребительский спрос, что в свою очередь приведет к снижению спроса на сырьевые товары. Наконец, определенную роль сыграли и переговоры по иранской ядерной программе.

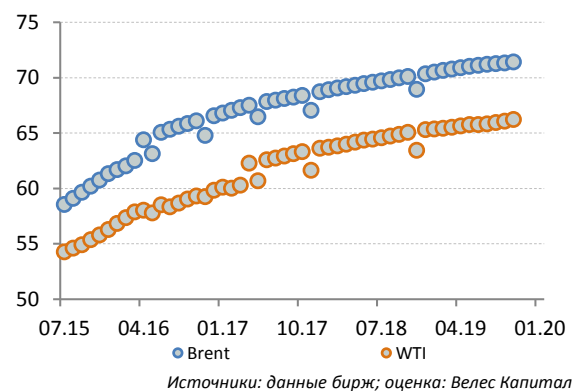
Наиболее существенными драйверами для рынка нефти в июле останутся греческий вопрос и переговоры по Ирану. В то время как развитие греческого кризиса трудно прогнозируемо, вероятность достижения соглашения по Иранской ядерной программе крайне велика. По свежим данным, в переговорах по Ирану наметился прорыв и соглашение готово уже на 98%, при этом достигнута договоренность о том, что экономические санкции будут сняты в первый же день реализации соглашения по иранской ядерной программе. Ранее предполагалось, что между подписанием соглашения и снятием санкций пройдет до полугода. Теперь же ничто не мешает нарастить экспорт иранской нефти уже в ближайшие месяцы после подписания соглашения, что является наилучшим сценарием с точки зрения цен на нефть. После снятия санкций Иран планирует в течение года увеличить экспорт нефти до 2,3 мб/д по сравнению с текущими 1,2 мб/д. Некоторым позитивом является тот факт, что соглашение не удалось подписать до 10 июля – в этом случае документ Ирана и шестерки был бы утвержден Конгрессом по укороченной процедуре, теперь же на утверждение будет отведено 60 дней, а значит поставки иранской нефти на рынок начнутся не ранее 4 кв.

Рост добычи Ирана произойдет в условиях сохраняющегося избытка предложения на рынке. При этом продолжается рост добычи ОПЕК – по оценкам экспертов, добыча нефти в странах ОПЕК в июне увеличилась до 32,1 мб/д – максимального уровня с августа 2012 г. Отметим, что квота ОПЕК составляет 30 мб/д и была оставлена без изменений на июньском заседании картеля. Превышение квоты на 2,1 мб/д фактически равно текущему избыточному предложению на рынке и хорошо иллюстрирует попытку картеля выдвинуть с рынка американских сланцевых производителей. Но и эта задача ОПЕК пока остается невыполненной. Темпы снижения добычи в США остаются крайне незначительными и пока не дотягивают даже до умеренных прогнозов Министерства энергетики, которое ранее

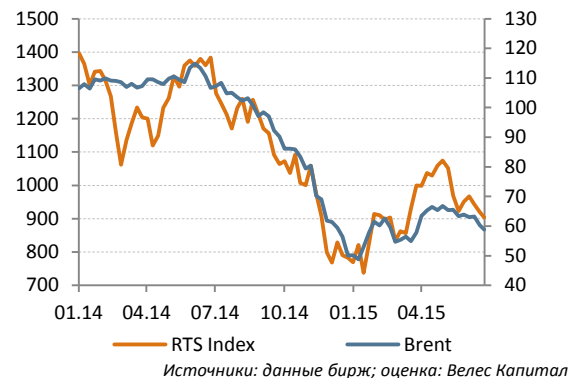
Запасы нефти и нефтепродуктов в США



Фьючерсные кривые нефти



Цены на нефть остаются основным драйвером российского рынка акций





прогнозировало снижение добычи за июль на 91 тыс. барр. в сутки. Вместе с тем тревожными сигналами конце июня стали в рост числа работающих буровых и прекращение снижения запасов сырой нефти в США.

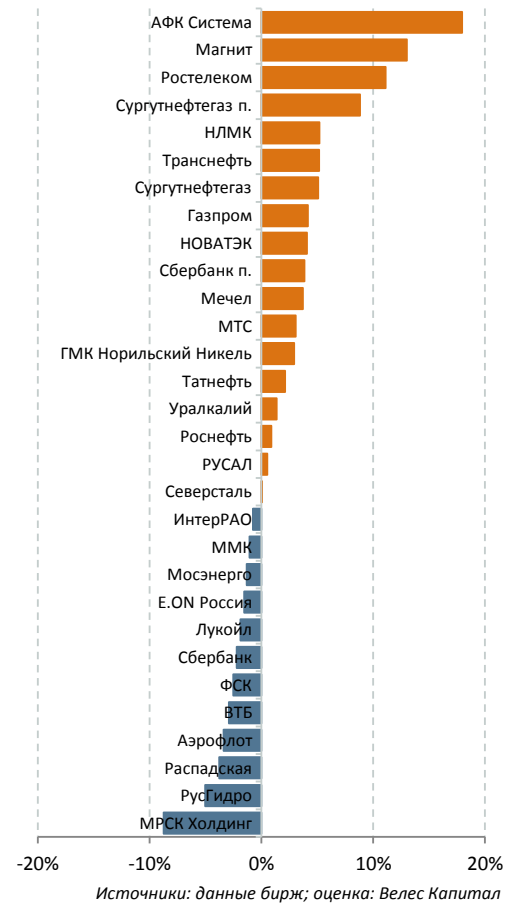
- В случае выхода дополнительной иранской нефти на рынок, надежда на сокращение избытка нефти благодаря росту спроса станет совсем иллюзорной. В текущем году действительно наблюдается рост спроса – так, ОПЕК ожидает рост спроса на нефть в этом году на 1,18 мб/д, МЭА – на 1,4 мб/д. Снижение цен способствует увеличению потребления моторного топлива, США демонстрируют рекордные продажи автомобилей, в том числе растет спрос на автомобили с высоким расходом топлива. В то же время прогнозы пока не отражают ухудшение ситуации в Китае – так, китайская ассоциация автопроизводителей снизила прогноз роста продаж автомобилей в текущем году с 7% до 3%. При этом последние три месяца в Китае наблюдается снижение объема продаж автомобилей. Ожидаемых темпов роста спроса на нефть недостаточно, тем более что помимо роста добычи ОПЕК (который ускорится после снятия санкций с Ирана), наблюдается и рост добычи вне ОПЕК – сама организация ожидает, что **рост добычи нефти в странах вне картеля в этом году составит 680 тыс. барр. в день., МЭА ожидает роста производства вне ОПЕК на 1 мб/д.**

- Еще одним ударом для рынка нефти может стать решение США распечатать стратегический резерв – администрация президента США Барака Обамы обратилась к американскому Конгрессу с предложением о продаже 80 млн барр. в год в течение восьми лет из стратегических резервов. Это приведет к дополнительному росту предложения на рынке на 220 тыс. барр. в день.

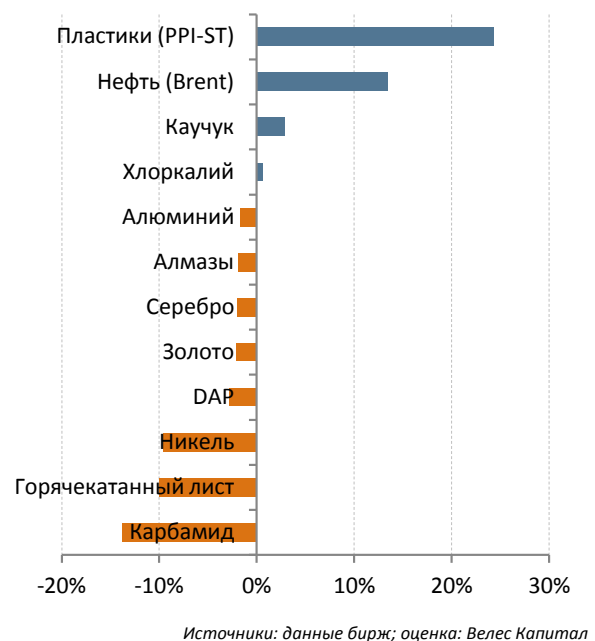
- Мы полагаем, что **после снятия санкций возможно снижение цен на нефть вплоть до минимумов начала года – в район 50 долл. за барр. марки Brent.** Учитывая заполненные под завязку нефтехранилища, дальнейшее восстановление цен будет более медленным, чем в начале текущего года, достижение 70 долл. к концу текущего года представляется нам позитивным сценарием.

- Фондовый рынок.** Наш взгляд на фондовый рынок определяется ожиданиями дальнейшего ослабления нефти в краткосрочной и среднесрочной перспективе, что будет оказывать давление на курс рубля и фондовые активы. **В этих условиях привлекательными остаются в первую очередь нефтяные экспортеры,** а также нефтяные компании с низкой валютной долговой нагрузкой.

Лидеры и аутсайдеры российского рынка



Изменение долларовых среднеквартальных цен на сырьевые товары, 2K15/1K15





➤ Степень привлекательности бумаг не-нефтяных экспортеров различна в зависимости от динамики цен на их продукцию в последние месяцы. В первую очередь отметим **НКНХ** – цены на каучук на мировом рынке во 2 кв. продолжили рост, еще более впечатляющий рост продемонстрировали цены на пластики на российском рынке (порядка 24% в долларовом выражении). Мы рекомендуем покупать префы НКНХ в преддверии публикации отчетности компании за 2 кв. в августе, которая продемонстрирует дальнейший рост финансовых показателей и крайнюю привлекательность потенциальной дивидендной доходности префов за 2015 г. (мы ожидаем 4,1 руб. на акцию, что соответствует доходности в 17% к текущим котировкам).

➤ Из нефтяных бумаг мы рекомендуем обратить внимание на **Башнефть** и префы **Татнефти**. Большая часть долга Башнефти номинирована в рублях, при этом компания демонстрирует максимальные темпы роста среди российских НК и котировки все еще не восстановились после национализации. Чистый долг же Татнефти на текущий момент отрицателен, а перспективы роста добычи (по планам на 2,3% в год в ближайшие три года) пока не отражены в котировках.

➤ Из бумаг производителей удобрений мы предпочитаем **ФосАгро** – цены на фосфатные удобрения остаются стабильными, при этом в случае делистинга Уралкалия часть средств инвесторов будет переложена в ФосАгро. На фоне существенного падения цен на азотные удобрения Акрон выглядит значительно менее привлекательно.

➤ Достаточно стабильными остаются цены на драгметаллы и необработанные алмазы, что делает привлекательными акции **Полюс Золота**, **Полиметалла** и **АЛРОСы**. А вот падение цен на сталь и никель делает акции НорНикеля и черных металлургов наименее привлекательными среди экспортеров.

➤ **Денежный рынок.** Вторая половина июня выдалась на денежном рынке весьма неоднозначной. С одной стороны, ставки на рынке скорректировались вниз после решения ЦБ в очередной раз понизить ключевую ставку (на этот раз на 1 п.п. — до 12,5% годовых) и большую часть налогового периода отличались стабильностью. Кроме того, совокупные остатки банков на корсчетах и депозитах в ЦБ поднимались до 1,9 трлн руб., что сопоставимо с максимумами начала года. С другой стороны, после снижения ключевой ставки ЦБ на 1 п.п. значение MosPrime o/n сократилось лишь на 82 б.п. — до 12,13% годовых, и сразу вслед за этим ставка поднялась и оставалась до конца месяца выше 12,3%

Динамика доходности UST

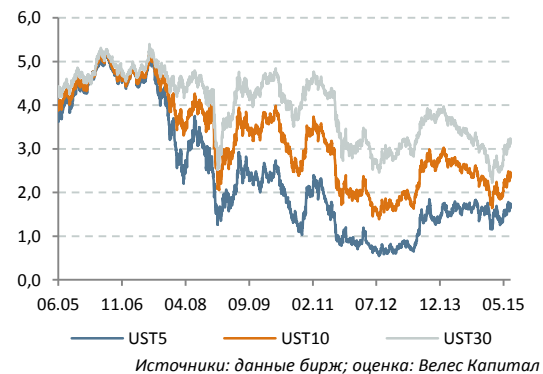
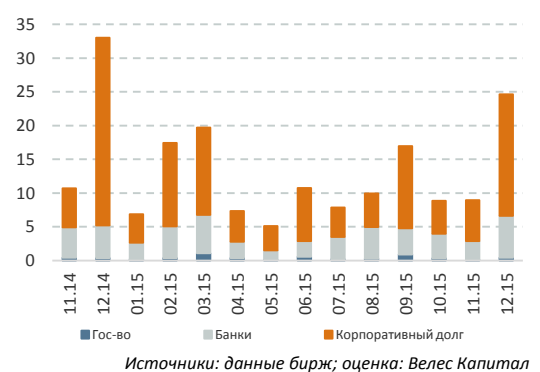


График погашения внешнего долга



Динамика бивалютной корзины и нефти



Индекс ММВБ облигации



Объемы интервенций ЦБ



годовых, то есть превышала ключевую ставку ЦБ более чем на 80 б.п.

Стабильная ситуация с ликвидностью и ставками на рынке на сегодняшний день обусловлена, прежде всего, сохраняющимся притоком бюджетной ликвидности на счета банков. Так, при чистом оттоке ликвидности на налоговые платежи в июне в размере 1,04 трлн руб. в банковскую систему по бюджетному каналу одновременно поступило даже чуть больше — 1,08 трлн руб. В начале июля приток бюджетной ликвидности уже привел к существенному снижению ставок МБК, в результате которого значение MosPrime o/n опустилось ниже уровня ключевой ставки ЦБ. Также нельзя забывать о ежедневных покупках валюты ЦБ, являющихся одновременно источником рублевой ликвидности для денежного рынка. С середины мая текущего года Банк России в общей сложности купил порядка 7,0 млрд долл., что примерно соответствует притоку более чем на 370 млрд руб. Тем не менее, тот факт, что в июне высокий уровень ликвидных остатков в банковской системе сопровождался пребыванием ставки MosPrime вблизи верхней границы премии к ключевой ставке ЦБ (80-100 б.п.), вероятно, свидетельствует о неравномерном распределении ликвидности в банковской системе и сохраняющемся дефиците у ее отдельных участников.

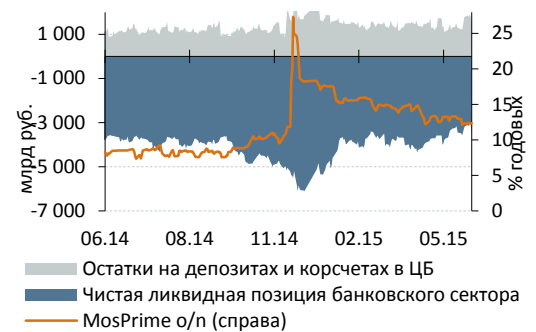
Валютный рынок. На валютном рынке рубль во второй половине июня находился под давлением ситуации с долгами Греции и ее дальнейшей судьбы в зоне евро, а в начале июля позиции отечественной валюты уже серьезно подкосило падение цены на нефть (стоимость марки Brent опускалась ниже 57 долл. за баррель).

Практически при любом сценарии финал греческой драмы несет в себе лишь неблагоприятные последствия для рубля. Несмотря на то, что возможный выход Греции из еврозоны уже длительное время рассматривался участниками рынка как весьма вероятное событие, подобный прецедент может привести к шоку на внешних рынках с сопутствующей волной покупок американской валюты. При этом рубль окажется под двойным ударом: как со стороны растущего доллара в паре с евро, так и со стороны падающих на растущем долларе котировках нефти. Поэтому, в случае развития событий по сценарию, приближающего Грецию к выходу из зоны евро после ее дефолта, мы ожидаем прохождения парой доллар/рубль отметки в 60 руб. Помимо ситуации с Грецией продолжит ослаблять рубль и негативная динамика цен на нефть, находящаяся под влиянием фактора отмены санкций против Ирана.



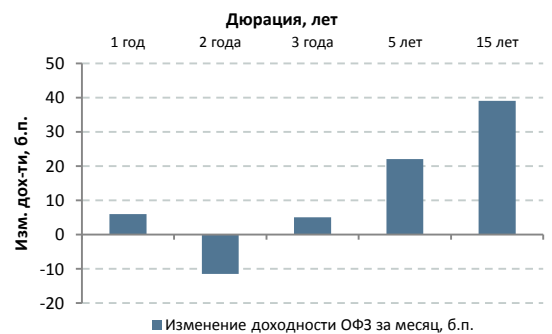
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Ликвидность



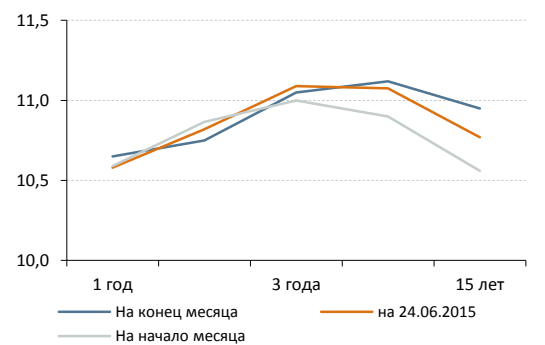
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Изменение доходности ОФЗ за месяц



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Изменение кривой ОФЗ за последний месяц



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



- **Долговой рынок.** Июнь на долговом рынке прошел спокойно. Этому способствовало заявление ЦБ о том, что дальнейшее снижение ставки будет происходить более сдержанными темпами, а также обострение рисков вокруг Украины и Греции, и фактор традиционного летнего затишья. Кривая ОФЗ практически не претерпела изменений. На коротком участке наблюдалась стабилизация вблизи отметки в 10,5%, длинный же конец переоценил перспективы снижения ставки и немного подрос. В корпоративном сегменте также ничего интересного не происходило. Продолжилось размещение новых выпусков, однако они носили преимущественно нерыночный характер. Наиболее заметным стало размещение облигаций Евраз, поскольку это первая полностью частная компания, вышедшая на долговой рынок. Ставка купона в ходе сбора заявок была снижена с первоначальных 13,1-13,4% до 12,95%, что предполагает премию к ОФЗ в 230 б.п. при четырехлетней оферте. Успех аукциона по достаточно длинному займу указывает на возвращение аппетита к риску, поэтому мы ожидаем сохранения спроса на новые займы и в дальнейшем. Поскольку ставки на рынке стабилизировались на приемлемом уровне, ожидаем постепенного возвращения заемщиков на рынок.
- Мы сохраняем свой прошлый прогноз на июль. На наш взгляд, не стоит ожидать дальнейшего снижения ставок ОФЗ, поскольку ни уровень инфляции, ни сохранение геополитических рисков, пока не предполагают возвращение к однозначным значениям. При этом мы ожидаем постепенный рост интереса корпоративных заемщиков к внутреннему рынку. Правда, фактор летнего затишья может негативно сказаться на активности эмитентов.

Анна Соболева, Василий Танурков
Юрий Кравченко, Александр Костюков
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
EShilenkov@veles-capital.ru

Павел Алтухов
Заместитель начальника управления операций на
рынке акций
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
Kantolinsky@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
AKostyukov@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

Cyprus, Nicosia
Kennedy, 23 GLOBE HOUSE, 5th floor 1075
Телефон: +357 (22) 87-33-27, факс: +357 (22) 66-11-64
www.veles-int.com
