

Макроэкономическая конъюнктура

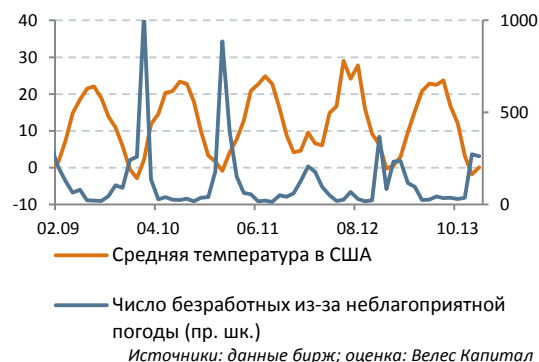
«Они падают, и это хорошо...»

Уоррен Баффет

■ **США.** Статистика по США продолжила ухудшаться и в феврале, однако поскольку основной вклад по-прежнему вносит погодный фактор, изменение конъюнктуры не оказывает существенного влияния на рынки. В феврале снижение деловой активности было зафиксировано в отчетах ФРБ Филадельфии, Чикаго, Далласа. Слабость демонстрировали и отчеты по рынку труда. Число обращений за пособием по безработице осталось вблизи отметки в 330 тыс. в неделю, число новых рабочих мест, согласно отчету Министерства труда, составило в январе всего 113 тыс.

Реакция ФРС на плохую статистику пока также нейтральная. При этом, согласно протоколу последнего заседания комитета по открытым рынкам, сразу несколько членов готово рассмотреть повышение ставок в ближайшее время или во втором полугодии. Мы пока не видим оснований для ужесточения монетарной политики в США, поскольку ни угрозы со стороны инфляции, ни ускорения темпов экономического роста не наблюдается. Однако участники продолжают пристально следить за высказываниями представителей федрезерва в поисках намеков на сроки изменения монетарной политики. **В этом контексте не исключаем, что в ближайшее время рынки вновь начнут негативно реагировать на улучшение статданных по США.** В первую очередь мы ожидаем негативной реакции со стороны UST, доходность которых в последнее время вернулась на уровень ноября, когда фактор сворачивания QE еще не был отыгран в полной мере. Принимая во внимание этот факт, ожидаемое ускорение темпов роста американской экономики начиная с 2-го квартала и угрозу повышения ставок, шансы на рост доходности Treasuries резко возрастают.

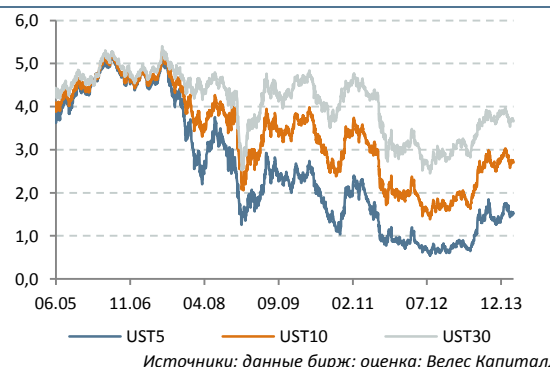
Холодная погода негативно сказывается на занятости в США



Соотношение занятости и числа рабочих мест в США



Динамика доходности Treasuries

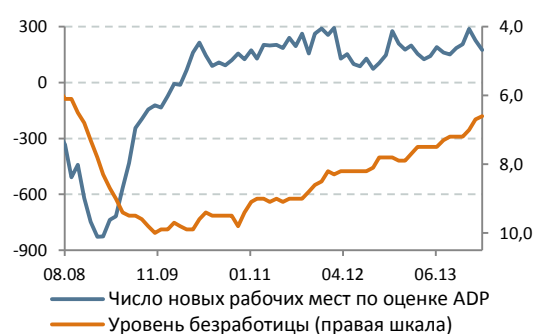




■ **ЕС.** ЕЦБ воздержался от расширения стимулирующей программы в феврале, однако, шансы на такой шаг по-прежнему высоки. В феврале еврокомиссия выпустила обновленный прогноз по экономике еврозоны, где одним из ключевых рисков для региона была отмечена низкая инфляция. Несмотря на то, что и ЕК, и ЕЦБ не видят угрозы дефляции, обеспокоенность руководителей текущими темпами роста потребительских цен (0,8% в годовом выражении по итогам февраля) сохраняется. Поэтому мы по-прежнему склонны полагать, что ЕЦБ в ближайшее время пойдет на смягчение кредитно-денежной политики. Восстановление экономики в Еврозоне, даже с учетом пересмотренных прогнозов (прогноз на 2014 г. - 1,8%), остается слабым, хрупким и неясным; безработица стабилизировалась, но ее уровень по-прежнему очень высок (прогноз на 2014 г. – 12%).

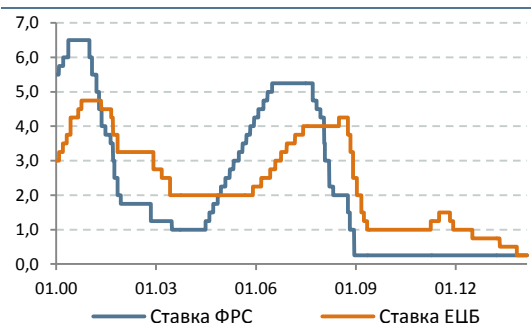
■ **Нефть.** Несколько факторов позволило котировкам нефти сохранить позиции в феврале и продолжить движение внутри диапазона 105-110 долл. за баррель марки Brent. В первую очередь в пользу нефти сыграли рекордные холода в США – влияние холодов выразилось в дальнейшем сокращении спреда между Brent и WTI с 8,9 долл. в начале месяца до 6,5 долл. к концу месяца (в конце декабря, до начала холодов, спред составлял 12,38 долл.). Надежды на рост добычи в Ливии, на фоне возобновления добычи после многомесячного перерыва в начале января, не оправдались. В начале марта произошел резкий кратковременный скачок нефтяных котировок в результате обострения ситуации на Украине и опасений по поводу ввода российских войск в Крым. Тем не менее, все эти факторы носят временный характер – **уже в начале марта ожидается значительное потепление в США, опасения по поводу Украины несколько успокоились уже к текущему моменту. Добыча в Ливии все же может возрасти уже в ближайшие недели** – ливийское правительство сообщает о достижении соглашения с протестующими на месторождении El Sharara (второе по размерам месторождение в стране, добывается порядка 340 тыс. б/д.). Также повстанцы на востоке страны заявляют о неизбежности достижения соглашения с центральным правительством – повстанцы оккупировали 4 терминала на востоке, достижение соглашения с правительством сделают доступными для рынка дополнительно 600 тыс. б/д. В перспективе основной угрозой для котировок нефти остается возможное полное снятие санкций с Ирана. **Мы ожидаем, что нефть в марте останется в диапазоне 105-110 долл. за баррель марки Brent, но давление на котировки будет постепенно возрастать.**

Соотношение числа рабочих мест и уровня безработицы

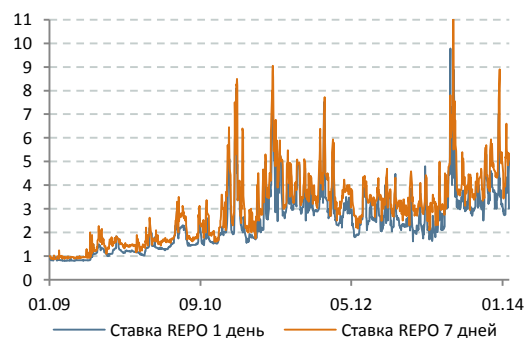


Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Динамика учетной ставки ФРС и ЕЦБ



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



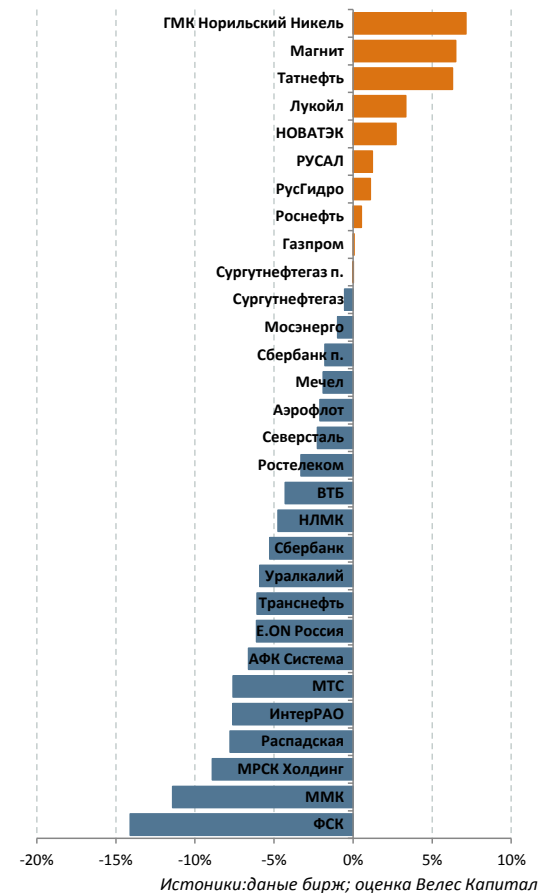


■ **Фондовый рынок.** По нашему мнению падение рынка в результате роста напряженности вокруг Украины предоставляет отличную возможность для покупок по широкому спектру бумаг. Мы солидарны с мнением Уоррена Баффета, заявившим, что падение фондового рынка в связи с политическим кризисом на Украине – это хорошая возможность заработать и советующим покупать акции, пока они дешевеют. «Единственное, в чем вы можете быть уверены, это в том, что если начнется большая война, деньги будут быстро дешеветь. Такая ситуация происходила во время практически каждого крупного военного конфликта, насколько мне известно. Чего точно не надо делать – держать деньги при себе во время войны. Лучше приобрести ферму, многоквартирный дом или ценные бумаги. Во время Второй мировой войны фондовые рынки росли».

В результате существенного падения курса рубля в значительном выигрыше окажутся компании-экспортеры, в первую очередь это касается нефтегазового сектора – цены на энергоносители продолжают держаться на высоких уровнях и нет оснований ожидать их резкого падения. Помимо того, практически все российские нефтегазовые компании выплачивают достаточно высокие дивиденды, а сезон дивидендных выплат – не за горами. **Наиболее привлекательными инвестициями в нефтегазовом секторе на данный момент являются компании с низким соотношением долга к выручке – в первую очередь это префы Сургутнефтегаза** – компания выигрывает от ослабления рубля как в результате роста рублевой выручки, так и в результате переоценки долларовых депозитов, при этом не имеет долга. Также **достаточно привлекательны ЛУКОЙЛ и Татнефть** – у обеих компаний долг составляет менее 10% выручки и обе компании выплачивают достаточно высокие дивиденды. В пользу ЛУКОЙЛа говорят также продолжающиеся покупки акций со стороны инсайдеров и ожидаемый рост свободного денежного потока после запуска в эксплуатацию Западной Курны. **В худшем положении находится Роснефть**, долг которой, номинированный в основном в долларах, составляет порядка 49% от выручки. **Также неважно обстоят дела у НОВАТЭКА** – мало того, что долг компании составляет порядка 47% выручки, так еще и выручка формируется в основном за счет продаж газа на внутреннем рынке, где цены зафиксированы в рублях и не реагируют на рост курса доллара.

Однозначно среди выигрывающих в нынешней ситуации – компании сектора удобрений, особенно с учетом начавшегося еще осенью роста цен на азотные и фосфатные удобрения и ожидаемый рост цен на калийные удобрения. **Новости о начале переговоров Уралкалия и белорусского правительства о восстановлении калийного картеля делают Уралкалий особенно интересным объектом для инвестирования.**

Лидеры и аутсайдеры российского рынка



Источники: данные бирж; оценка Велес Капитал



Очевидным бенефициаром от роста неопределенности в связи с событиями на Украине является рынок драгоценных металлов, прежде всего рынок золота. Основным преимуществом золота является то, что он в меньшей степени потребляется промышленностью, чем серебро и металлы платиновой группы, соответственно спрос на него в меньшей степени зависит от экономического роста. Рост неопределенности по поводу будущих перспектив российской экономики ведет к снижению спроса на товары длительного пользования, поскольку домохозяйства увеличивают уровень сбережений. В наибольшей степени это ухудшит спрос на жилую недвижимость и автомобили, на которые приходится до 75% от потребления стальной продукции на внутреннем рынке России. Такое развитие событий приведет как к снижению цен на сталь, так и объемов ее потребления, **что крайне негативно отразится на акциях черных металлургов. Больше всего пострадают те металлургические компании, которые обладают значительным уровнем долга.**

Мы считаем, что ряд компаний электроэнергетического сектора является весьма выгодным для покупки в условиях просадки российского фондового рынка на фоне политических событий на Украине. По нашим прогнозам, лучше остальных будут выглядеть акции компаний, выплачивающие дивиденды, а также с наименьшими объемами инвестиционных программ. Наиболее выгодными, с точки зрения долгосрочного инвестирования, выглядят акции **Э.ОН Россия**. Исходя из нашего базового прогноза по дивидендам, компания выплатит 50% от чистой прибыли по итогам года, что обеспечит выплатам доходность в 6,76% относительно текущих котировок. При оптимистичном варианте (выплата свыше 60% от чистой прибыли) доходность превысит 7,2%. Еще более привлекательными могут стать выплаты **ОГК-5**, утвердившей дивидендную политику, согласно которой компания начнет направлять на дивиденды 40% от консолидированной прибыли. По нашим прогнозам выплаты Энел ОГК-5 составят 0,068 руб. на акцию с доходностью в 7,4%. **РусГидро** может направить на выплату акционерам 25% от чистой прибыли по РСБУ. Исходя из полученных результатов, дивиденды составят 2,312 коп. на акцию, обеспечив доходность выплатам в 4,4%. Также в ближайшем будущем возможны положительные для РусГидро регуляторные изменения, затрагивающие ГЭС Сибири, однако существуют высокие риски относительно размытия долей миноритариев в связи с планами по дополнительному выпуску акций для финансирования проектов на Дальнем Востоке. Несмотря на заявления руководства **Интер РАО** об отсутствии дивидендных выплат, акции компании могут быть весьма интересными в преддверии проводимого совета директоров, на котором будет рассмотрена стратегия



развития компании, а также программа повышения рыночной капитализации на 2014 г. Мы рекомендуем **воздержаться от приобретений акций сетевых компаний**, поскольку не видим глобальных драйверов для их роста. Более того, в связи со значительными капзатратами, мы также не рассчитываем на выплаты дивидендов.

■ **Денежный рынок.** В феврале на денежном рынке участники не испытывали никаких проблем со ставками и ликвидностью. В начале месяца можно было наблюдать приток ликвидности по бюджетным каналам в банковскую систему. В свою очередь, Банк России и Федеральное казначейство продолжали исправно снабжать банки ресурсами через свои инструменты. В результате в первой половине месяца значение индикативной межбанковской ставки MosPrime o/n опускалось до минимума с октября 2013 г., а в среднем ставка не выходила за пределы диапазона 6,25-6,50% годовых. Добавим также, что участники весь месяц обходились без операций «тонкой настройки» ЦБ, которые регулятор держал наготове после отмены ежедневных аукционов РЕПО.

Однако уже в первый рабочий день марта участников рынка ждал крайне неприятный сюрприз от Банка России — повышение ключевой ставки и ставок по всем инструментам предоставления и абсорбирования ликвидности на 1,5 п.п. Таким образом ключевая ставка, которая является минимальной на аукционах недельного РЕПО, составила 7,0% годовых. Свое решение регулятор обосновал возросшими рисками ускорения темпов инфляции и волатильности на финансовых рынках. Повышение ставок сыграло одну из ключевых ролей в стабилизации курса отечественной валюты, однако расплачиваться за это пришлось рынку МБК и РЕПО, где ставки сразу же «подтянулись» до новых ориентиров ЦБ. В частности, значение MosPrime скорректировалось до 8% годовых, что стало максимумом с сентября 2009 г. Однако, несмотря на резкое удорожание стоимости ликвидности, ее дефицита, как такового не наблюдается, и банки получают весь необходимый объем фондирования через основные инструменты ЦБ (лимит по которым остался на прежнем уровне) и депозиты Росказначейства.

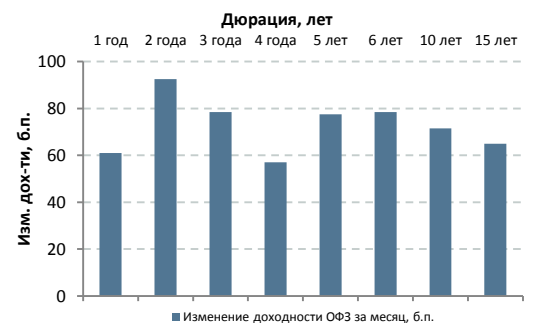
Главный вопрос на сегодняшний день — как долго ЦБ будет сохранять текущие уровни ставок. С одной стороны, повышение ставок регулятором является экстренной мерой и носит временный характер, о чем сам ЦБ указывал в своем пресс-релизе. С другой стороны, конкретные условия, при которых Банк России вернет ставки на прежний уровень, пока остаются нераскрытыми. Весьма вероятно, что уже на ближайшем заседании (14-го февраля) регулятор даст дополнительные комментарии по данному вопросу, а процесс возврата ставок к

Индекс ММВБ облигации



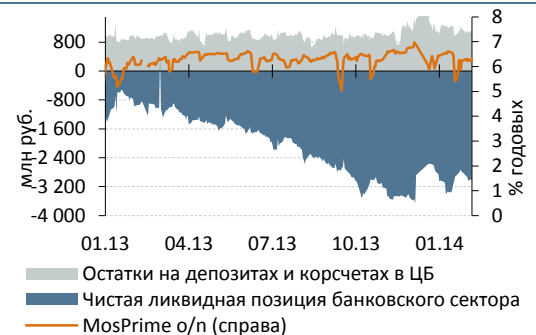
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Изменение доходности ОФЗ за месяц



Источники: данные бирж оценка: Велес апитал

Ликвидность



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



прежнему уровню, в отличие от их повышения, может быть осуществлен поэтапно.

Для рубля февраль выдался не менее провальным, чем январь. Старт очередной волне девальвации отечественной валюты был дан после раскрытия Банком России механизма покупки валюты для Минфина и Росказначейства в рамках пополнения Резервного фонда. Данный механизм предусматривал ежедневные покупки валюты у ЦБ на 100 млн долл. с сокращением интервенций регулятора на соответствующую сумму, хотя ранее представители Минфина заверяли участников, что не будут выходить на рынок с покупками валюты, пока ЦБ поддерживает рубль. Основной же вклад в падение отечественной валюты внесли политические события на Украине, а также их возможные последствия для российской экономики. От неконтролируемого обвала рубль спасли жесткие действия Банка России. Сначала регулятор повысил все процентные ставки, а затем вышел на рынок с масштабным объемом валютных интервенций (3-го марта фактический объем продаж валюты ЦБ составил 11,3 млрд долл.; за весь февраль регулятор продал 7,1 млрд долл.), перейдя к режиму ежедневного определения параметров своей курсовой политики.

Мы полагаем, что хотя развитие ситуации на внутреннем рынке в ближайшее время всецело зависит от дальнейшего сценария политических событий на Украине и вокруг нее, Банк России дал четкий сигнал рынку и спекулянтам, что в текущих условиях и на текущих уровнях готов практически без ограничений поддерживать рубль, благо цены на нефть и объем международных резервов только играют на руку регулятору в данном вопросе. Диапазон операционного интервала ЦБ на 5-е февраля составлял 35,75-42,75 руб. по бивалютной корзине. Мы ожидаем, что при отсутствии сценария эскалации украинского конфликта участники рынка уже не рискнут подобраться к верхней границе интервала, и торги будут преимущественно происходить в диапазоне 42,0-42,5 руб. за корзину, так как напряжение на рынке так или иначе сохраняется. В случае более очевидной стабилизации политической обстановки на Украине и вокруг нее мы ожидаем увидеть коррекцию бивалютной границы в район 41,80 руб.

■ **Долговой рынок.** В феврале проблем российскому рынку добавили события на Украине, спровоцировавшие дальнейшее обесценение рубля и бегство из российских активов. Доходность ОФЗ взлетела за месяц на 10-40 б.п., а только по результатам первого торгового дня марта – 20-50 б.п. на обострении ситуации на Украине. Корпоративный сегмент при этом продемонстрировал более сдержанное движение из-за невысокой ликвидности. На фоне этих событий незамеченными остались успешные оферты по облигациям Мечела и



Русала, хотя совсем недавно существовали риски дефолта одного металлургов.

В перспективе ближайшего месяца мы вновь не видим сильных поводов для оптимизма. Сохранение тенденции к ослаблению рубля усиливает риски инфляции. Еще одним неблагоприятным для долгового рынка фактором выступает пуск и временное, но повышение базовой ставки ЦБ РФ. В ближайший месяц основной объем торгов, скорее всего, сосредоточится в ОФЗ, которые будут постепенно отыгрывать потери конца февраля-начала марта. У корпоративного сегмента на фоне резкого роста кривой ОФЗ потенциал роста пока крайне низкий.

Анна Соболева, Василий Танурков
Юрий Кравченко, Иван Манаенко,
Айрат Халиков, Александр Костюков
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 2014 г.

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



Департамент активных операций

Евгений Шиленков
Директор департамента
EShilentov@veles-capital.ru

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

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

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

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

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

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

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

Аналитический департамент

Иван Манаенко
Директор департамента
IManaenko@veles-capital.ru

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

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

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

Анна Соболева
Долговые рынки
ASoboleva@veles-capital.ru

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

Юлия Фрумкина
Потребительский сектор
YFrumkina@veles-capital.ru

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

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