

## Макроэкономическая конъюнктура

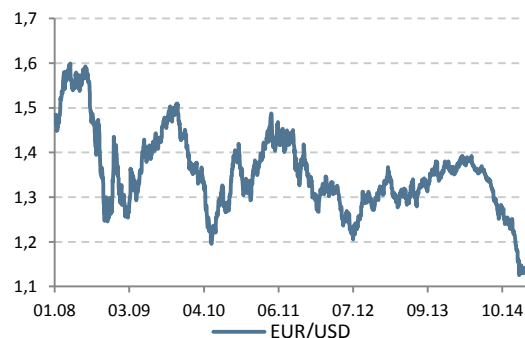
**«Жадность – это хорошо. Жадность – это правильно. Жадность – окупается», –**  
Гордон Гекко

■ **Украина.** Военная операция на Востоке Украины закончилась столь же стремительно, как и началась. Лидеры Франции и Германии приложили большие усилия, чтобы посадить за стол переговоров Киев, ополченцев и Москву и, как мы полагаем, объем проделанной работы указывает на высокую вероятность того, что и в дальнейшем будут предприняты все средства для соблюдения перемирия. На это указывают и продолжающиеся на регулярной основе контакты «нормандской четверки», и начало отвода войск от линии соприкосновения. Удачным совпадением также стало согласие МВФ расширить программу помощи Украине с 17 до 40 млрд долл. **И поскольку именно военные действия рассматриваются фондом как помеха выделению средств, Киеву, по всей видимости, придется поддерживать перемирие, чтобы избежать дефолта. Вместе с тем, мы не исключаем, что тональность высказываний украинской власти и западных партнеров пока останется недружественной.**

Деэскалация ситуации на востоке Украины и признание Германией больших усилий В. Путина на минских переговорах возвращает на повестку дня вопрос продления санкций. Несмотря на продление срока действия первого пакета санкций, срок которого истек в марте, **начало мирного процесса, вероятно, поможет возобновить дискуссию о необходимости продления более жестких санкций второго и третьего пакета. Число стран, выступающих против антироссийских санкций, постепенно растет и сохраняются высокие шансы на то, процесс снятия санкций стартует уже в текущем году.**

■ **ЕС.** Вопрос продления программы финансовой помощи Афин нависал над европейскими площадками на протяжении всего февраля и в конечном итоге был найден промежуточный вариант. Греция согласилась продолжить экономические реформы в обмен на продление программы помощи на 4 месяца. В то же время новое правительство не оставляет надежд внести коррективы в окончательный план реформ, отказавшись от наиболее непопулярных из них. **Однако, выигравшее для Греции еще 4 месяца на**

Динамика курса евро



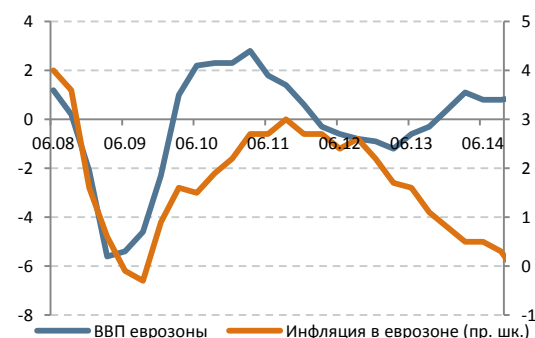
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Динамика инфляции в еврозоне и Германии



Источники: Eurostat; оценка: Велес Капитал

Соотношение инфляции и ВВП еврозоны



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



переговоры, последнее соглашение Афин с ЕС еще не является окончательным решением проблем и в течение года греческий вопрос может вновь выйти на первый план.

Что же касается макроиндикаторов, то пока запуск программы QE отразился лишь на настроенческих показателях. Индекс ожиданий ZEW в отношении европейской экономики вырос в феврале с 45,2 до 52,7 пунктов. Индикаторы делового климата и потребительского доверия в еврозоне в феврале, хотя и немногим не дотянули до прогноза, но остались уже 4-й месяц подряд в рамках растущего тренда, что указывает на улучшение ситуации в целом. При этом инфляция в январе установила очередной рекорд, снизившись до -0,6% в годовом выражении на фоне продолжающегося снижения котировок нефти. Курс евро на протяжении всего месяца находился возле отметки 1,13 за доллар, вопреки витавшим рискам выхода Греции из еврозоны. **Можно предположить, что в среднесрочной перспективе евро останется на этом уровне по отношению к американской валюте в ожидании, с одной стороны, эффекта от предпринятых ЕЦБ мер, с другой – вероятного повышения ставки ФРС.**

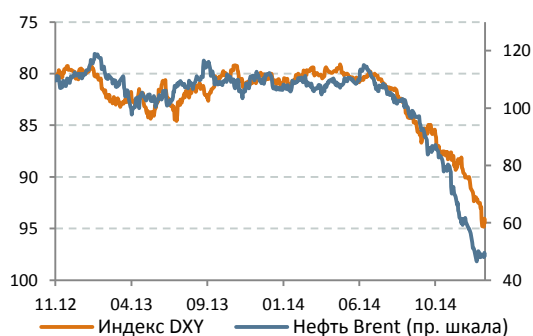
📌 **США.** Опасения, что сильный доллар и дешевая нефть могут сказаться на темпах экономического роста американской экономики, усилились. Протокол последнего заседания FOMC показал, что многие члены комитета высказались против повышения ставки в условиях низкой инфляции, обусловленной в первую очередь стоимостью нефти. **В условиях, когда ЕЦБ только начал программу количественного смягчения, ФРС может повременить с повышением ставки с целью оценить влияние низкого курса евро на экспортный потенциал США. В этой связи мы сохраняем прогноз, что ожидания по срокам повышения ставки ФРС сдвинутся с июня на более поздний срок.**

Между тем, в конце февраля прошло выступление Дж. Йеллен перед Конгрессом с полугодовым докладом по банковскому сектору. Глава ФРС воздержалась от каких-либо строгих рамок по условиям повышения ставки, но дала понять, что перед этим прогнозы регулятора должны измениться и как минимум на ближайших двух заседаниях не стоит ожидать действий. Инфляцию в среднесрочной перспективе ФРС ожидает увидеть на уровне 2%, однако не исключает ее дальнейшего снижения в краткосрочной перспективе. Влияние внешних факторов, таких как замедление темпов роста экономики Китая и неустойчивый рост в Европе, также беспокоит регулятора. **Несмотря на то, что Дж. Йеллен в своей речи оставила лазейку для повышения ставки в июне, мы полагаем, что**

Индекс экономических сюрпризов

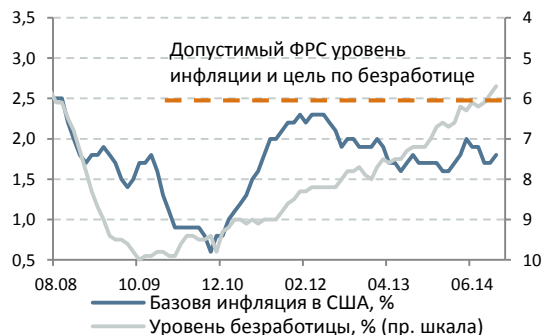


Динамика цен на нефть и индекс DXY



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Инфляция в США все еще отстает от целей



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Соотношение инфляции в Европе и США



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



рост озабоченности состоянием глобальной экономики и влиянием нефтяных котировок, могут сигнализировать о готовности ФРС отложить начало нормализации монетарной политики.

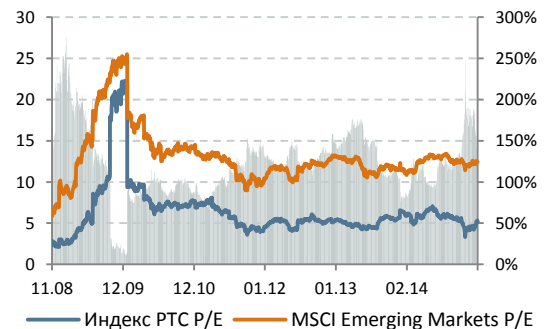
■ **Китай.** В начале этого года Народный банк Китая продолжил смягчать монетарную политику. После понижения ключевых процентных ставок в ноябре прошлого года, НБК в начале февраля (впервые с 2012 г.) снизил норму обязательных резервов для банков на 0,5% с 20% до 19,5%. Такое решение НБК связано, в первую очередь, с очередной попыткой властей КНР простимулировать китайскую экономику, которая по итогам 2014 г. продемонстрировала минимальный рост с 1990 г. Решив не останавливаться на принятых мерах, ЦБ Китая уже в конце февраля вновь (второй раз за четыре месяца) объявил о решении понизить как депозитную, так и ставку по кредитам с 2,75% до 2,5% и с 5,6% до 5,35% соответственно. Смягчением монетарной политики ЦБ Китая пытается увеличить ликвидность финансового рынка, а также подпитать экономику дешевыми деньгами.

В начале марта пройдет ежегодное Всекитайское собрание народных представителей, на котором по традиции будут установлены цели на год. Согласно прогнозу МВФ экономика Поднебесной может увеличиться по итогам года на 6,3%, что на 1,1% ниже, чем в 2014 г. Предпринятые ЦБ Китая меры в ноябре прошлого года зафиксировали тот факт, что традиционные рычаги влияния на экономику постепенно перестают работать. Ликвидность продолжает сокращаться даже на фоне принимаемых мер по снижению обязательных резервов банков КНР. По итогам января денежная масса Китая продемонстрировала минимальный рост с 1998 г. (10,8%). Поэтому мы не исключаем того, что НБК может использовать один из немногих оставшихся методов стимулирования экономики – девальвацию юаня. Оставаясь одной из наиболее стабильных валют, китайский юань по итогам 2014 г. впервые с 2009 г. ослаб относительно курса доллара (-2,4%). При этом динамика курса юаня с начала 2015 г. подтверждает нашу гипотезу.

Снижение прогнозов по темпам роста экономики Поднебесной ниже 7% и девальвация юаня являются плохими новостями для сырьевых рынков и могут сыграть роль уже в начале текущего месяца. При этом наиболее негативное влияние эти факторы могут оказать на черных металлургов.

■ **Нефть.** К концу февраля темпы снижения числа буровых установок в США существенно замедлились, перестав толкать вверх котировки нефти. Тем не менее, цены на нефть в США остаются крайне некомфортными

Рисковая премия российского рынка все еще на максимумах



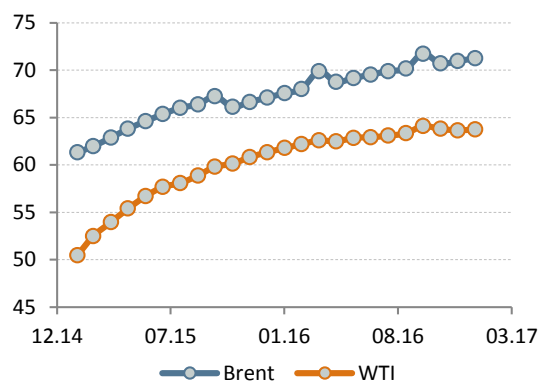
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Динамика курса китайского юаня, юаней за доллар США



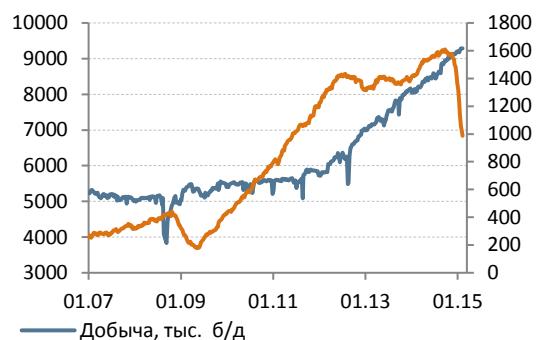
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Фьючерсные кривые



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Добыча и бурение в США



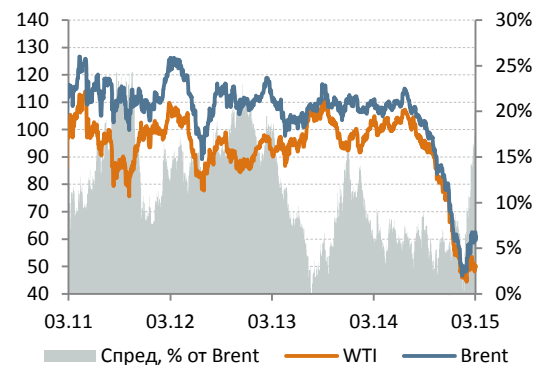
Источники: данные Baker Hughes, DOE; оценка: Велес Капитал



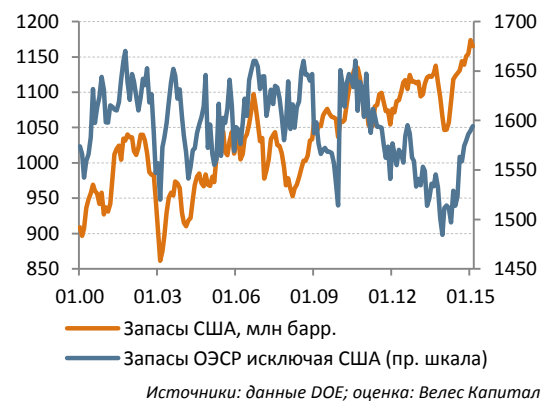
для сланцевых компаний, что будет и дальше вести к снижению объемов бурения. Несмотря на снижение объемов бурения, ввиду наличия временного лага между бурением скважин и их вводом в эксплуатацию, рост добычи нефти в США продолжился, и на его фоне продолжился рост запасов сырой нефти в США: к текущему моменту запасы превзошли максимумы, зафиксированные за всю историю наблюдений. В то же время столь существенное затоваривание на рынке стало в значительной степени локальной проблемой США. За исключением американских запасов, запасы стран ОЭСР выглядят далеко не столь экстремально. Ограниченность экспортных мощностей ведет к тому, что избыток американской нефти не имеет доступа на глобальный рынок. Это отражается в росте спреда между сортами Brent и WTI. **Несмотря на то, что спред между этими сортами нефти находится на максимумах, это не будет оказывать существенного понижающего давления на котировки Brent.**

Долгосрочные прогнозы по рынку нефти становятся постепенно все более позитивными. Последние прогнозы МЭА предполагают более низкие темпы роста добычи в США – так, прогноз среднегодовой добычи был снижен по сравнению с предыдущим прогнозом на 200 тыс. барр. в сутки. При этом прогноз глобального роста спроса на нефть остался неизменным – на уровне 900 тыс. барр. в сутки. Пересмотрела свои прогнозы и ОПЕК – так, теперь картель ожидает среднегодового роста предложения со стороны стран, не входящих в картель на 850 тыс. барр. в сутки, что на 420 тыс. барр. в сутки меньше, чем предполагали предыдущие прогнозы. При этом ОПЕК пересмотрел прогнозы роста глобального спроса в сторону повышения – до 1,17 мб/д. **В долгосрочной перспективе МЭА ожидает, что опцион на сырую нефть ОПЕК и изменение запасов (отражающий дополнительный спрос на нефть ОПЕК) должен превысить текущую квоту ОПЕК к 2016 г. и с этого момента увеличиваться на устойчивой основе.** Таким образом, обновленные прогнозы предполагают, что к концу года рынок нефти достигнет баланса. Мы полагаем, что к этому равновесная цена установится на уровне порядка 80 долл. за баррель марки Brent. В перспективе же ближайшего месяца мы не видим серьезных драйверов для существенного роста котировок нефти. Стимулом роста могло бы стать снижение добычи нефти в США, но это снижение, вероятно, не будет обвальным и ему будет предшествовать несколько недель стагнации добычи. И хотя существует вероятность того, что снижение начнется раньше ожидаемого Международным Энергетическим Агентством 3 кв. 2015 г., пока что ничто не указывает на начало реализации этого сценария. А в нынешних условиях **мы полагаем, что в марте котировки нефти марки Brent с высокой вероятностью**

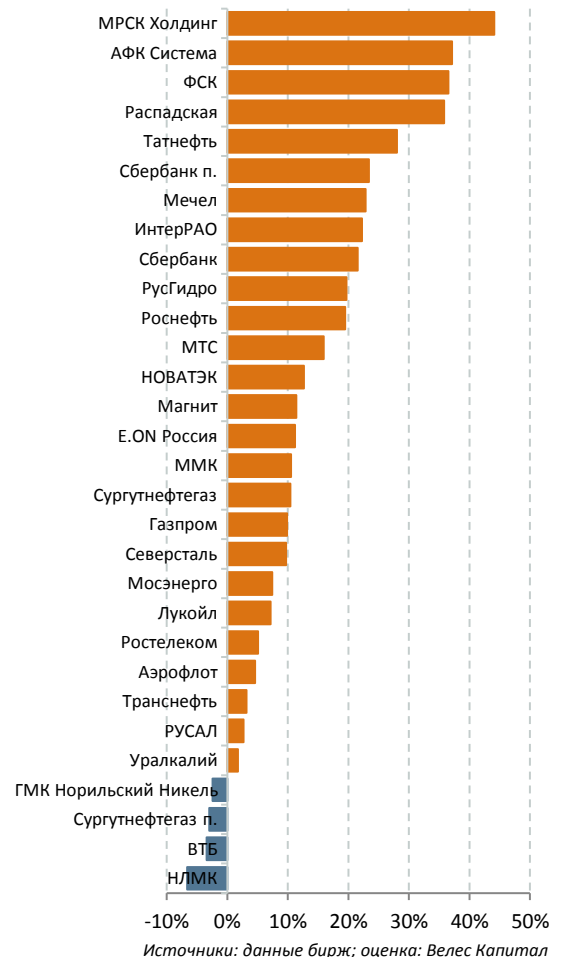
### Спред Brent-WTI на максимумах



### Запасы нефти



### Лидеры и аутсайдеры российского рынка





останутся в пределах диапазона 55-65 долл. за баррель.

■ **Фондовый рынок.** Постепенная деэскалация конфликта на востоке Украины увеличивает потенциал дальнейшего роста российского рынка в среднесрочной перспективе. Несмотря на то, что российский рынок с начала года продемонстрировал выдающуюся динамику на фоне мировых фондовых индексов, дисконт РТС к индексам развивающихся рынков остается крайне высоким. **В нынешних условиях основной вопрос заключается не в том, покупать или продавать российские бумаги, а в том, какому сегменту рынка отдать предпочтение в покупках.** Мы полагаем, что ответ на вопрос зависит в первую очередь от дальнейшей динамики курса рубля. Хотя в длительной перспективе мы ожидаем дальнейшего укрепления рубля, в текущем месяце потенциал укрепления рубля далеко не столь однозначен. **Мы не ожидаем серьезного роста котировок нефти, при этом возможное снижение ставки ЦБ в марте, а также запуск QE в ЕС и возможный переход Китая к политике ослабления юаня будут оказывать давление на рубль. В этих условиях целесообразно отдать предпочтение бумагам экспортеров, в первую очередь не-нефтяных.**

■ Среди акций российских компаний **мы рекомендуем обратить внимание на бумаги производителей удобрений: ФосАгро, Акрон, Уралкалий.** В пользу сектора говорит также решение **российского правительства об отказе от введения экспортных пошлин на удобрения.** Предполагается, что для сельхозпроизводителей 49 регионов, признанных неблагоприятными для производства сельхозпродукции, цены на удобрения будут зафиксированы на уровне января 2015 г. (с учетом скидки до 30% по аммиачной селитре от экспортной цены), для остальных — на уровне февраля 2015 г. (с учетом скидки в 15-20% от экспортной цены). Одновременно ФАС разрабатывает формулу привязки этой скидки к бивалютной корзине и/или мировой конъюнктуре. Российские производители удобрений отправляют на экспорт около 80% производимой продукции, тем самым **институционализация скидок является существенно более мягким вариантом, чем введение экспортных пошлин.** Также ФАС разрабатывает формулу по расчету скидок на сырье для производства сложных удобрений на внутренний рынок, что позволит производителям удобрений компенсировать по меньшей мере часть издержек, связанных с предоставлением скидок для внутреннего рынка. **Также мы рекомендуем обратить внимание на акции Алросы.** Отметим, что по последним данным экспорт российских алмазов в прошлом году вырос на 7,7%, стоимость экспортированных драгоценных камней увеличилась на 8,3% до 4,7 млрд долл. **В металлургическом секторе мы отдаем предпочтение в первую очередь акциям ГМК Норильский Никель.**

Динамика доходности UST

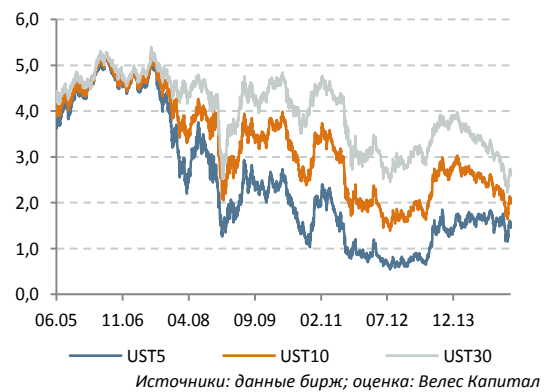
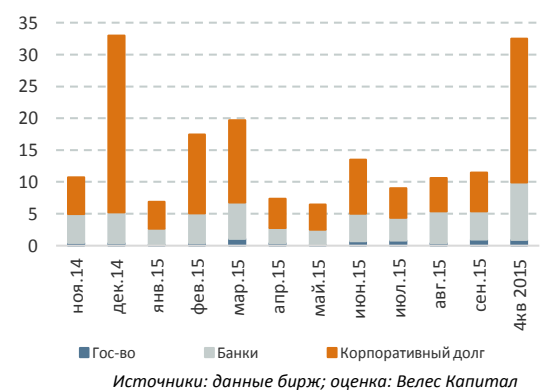
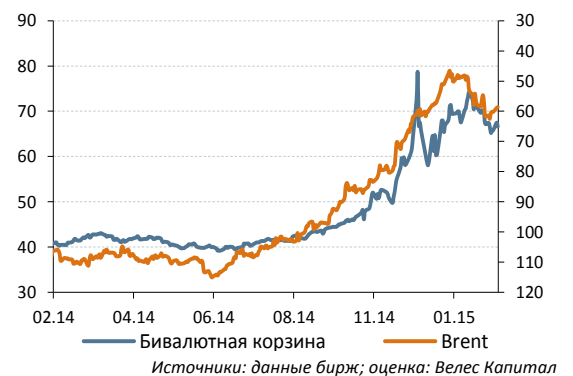


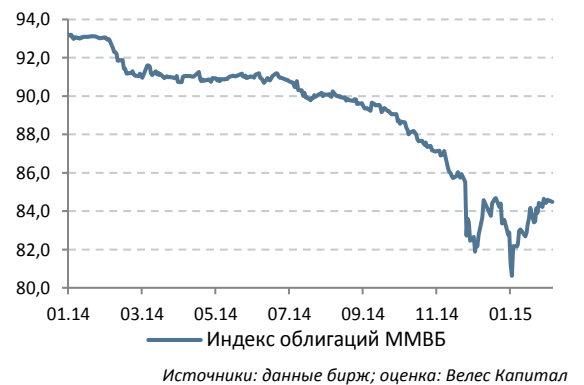
График погашения внешнего долга



Динамика бивалютной корзины и нефти



Индекс ММВБ облигации





■ **Денежный рынок.** С начала февраля на денежном рынке воцарилась весьма комфортная атмосфера. Совокупный объем остатков банков сохранялся в среднем на уровне 1,5 трлн руб., а индикативная межбанковская ставка MosPrime o/n в среднем составляла 15,5% годовых, а в отдельные дни «подходила» совсем близко (15,12%) к ключевой ставке ЦБ (15,0% годовых). В результате Банк России сократил лимит по операциям аукционного РЕПО с более чем 2 трлн руб. до 1,2 трлн руб. На короткое время MosPrime o/n в связи с этим выросла до 15,85%, однако затем так же быстро вернулась назад.

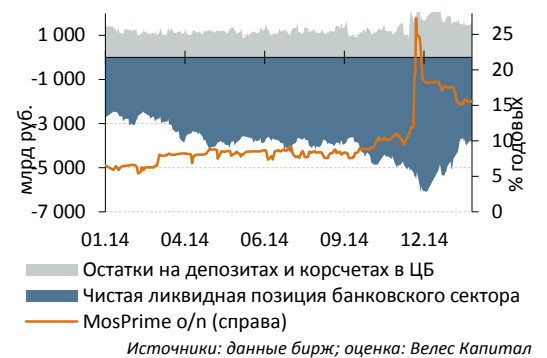
На внутреннем валютном рынке курс корзины валют в начале месяца еще пытался какое-то время удерживать позиции на уровне 72-73 руб., однако затем постепенно скорректировался в район 64 руб. Основную поддержку отечественной валюте безусловно оказали цены на нефть (поднявшиеся выше 60 долл. за баррель марки Brent) и официальное прекращение огня на востоке Украины. Кроме того, Банк России продолжает исправно снабжать банковскую систему валютной ликвидностью на соответствующих аукционах РЕПО, благодаря которым банки, например, могли заранее подготовиться к погашению западных кредитов Роснефти, не прибегая к покупке валюты с рынка.

■ Укрепление рубля и относительная стабилизация на валютном рынке могут стать важным критерием при принятии решения ЦБ о дальнейшем снижении ключевой ставки. Напомним, что экстренно повышая ставку до 17% в декабре, регулятор ориентировался, прежде всего, на кризисную ситуацию на валютном рынке, угрожавшую устойчивости банковского сектора. В то же время годовые темпы инфляции по итогам февраля достигли 16%, то есть уже превышают уровень ключевой ставки, а пик инфляции по-прежнему не пройден (по уточненному прогнозу МЭРа, в конце первого – начале второго квартала годовая инфляция достигнет 17,0-17,5%). Даже с учетом того, что сейчас рост инфляции носит немонетарный характер, высокие банковские ставки все же играют антиинфляционную роль, сохраняя привлекательность депозитов для населения и повышая тем самым норму сбережений. Кроме того, после снижения ключевой ставки в начале февраля давление на Банк России со стороны первых представителей экономических и финансовых кругов несколько ослабло, поэтому на ближайшем заседании (13-го марта) регулятор может смело взять паузу, отложив дальнейшее снижение ставки до второго квартала (следующее заседание ЦБ пройдет 30-го апреля).

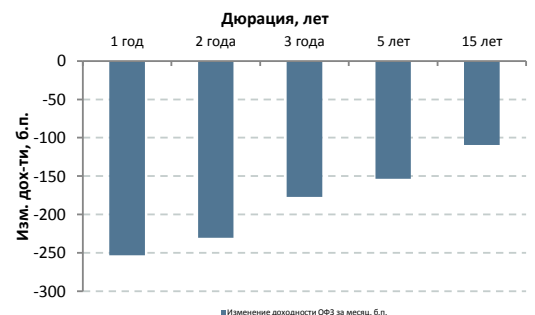
### Объемы интервенций ЦБ



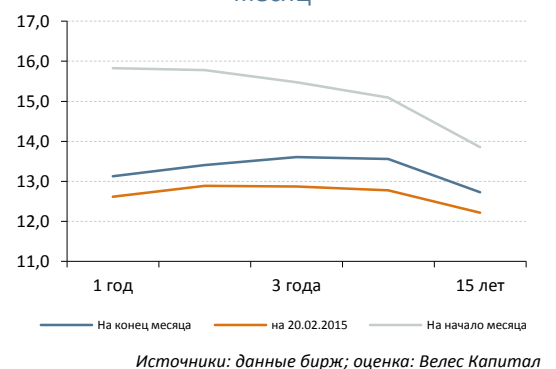
### Ликвидность



### Изменение доходности ОФЗ за месяц



### Изменение кривой ОФЗ за последний месяц





■ **Долговой рынок.** Отскок в нефти и укрепление рубля предоставили рынку возможность отыграть потери последних месяцев. Как мы и предполагали, основное движение наблюдалось в ОФЗ на дюрации до 5-ти лет. Годовая ставка госзаймов опустилась почти на 2,5 п.п., тогда как наиболее длинные 15-летние займы продемонстрировали снижение доходности на 1%. В какой-то момент кривая полностью опускалась ниже уровня в 13%, однако после понижения суверенного рейтинга поднялась чуть выше. Вместе с тем, доходности госзаймов остались ниже ключевой ставки и инфляции, которая за первые два месяца превысила 16% годовых. Потенциал дальнейшего снижения доходности в госзаймах мы оцениваем как невысокий. Одной из основных причин остается расхождение между текущей доходностью займов и стоимостью фондирования. Мы полагаем, что до нового понижения ключевой ставки и сильного укрепления рубля рынок будет консолидироваться вблизи уровня в 13% годовых. Противоположная картина складывается в корпоративном сегменте. Несмотря на снижение доходности и в корпоративном сегменте, спреды к ОФЗ по-прежнему остаются высокими. В частности, с доходностью от 16% все еще можно приобрести займы РСХБ-10, Евраз-7, Система-3, БинБанк БО-4, КредитЕвропаБанк БО-3, Банк ФК Открытие БО-5, Банк Санкт-Петербург БО-8.

Анна Соболева, Василий Танурков  
Юрий Кравченко, Александр Костюков  
Иван Манаенко  
[bonds@veles-capital.ru](mailto: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  
EShilentkov@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