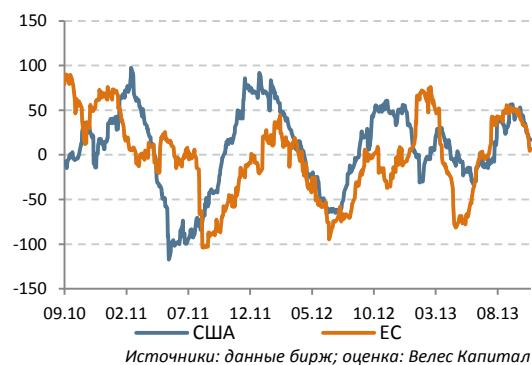


## Макроэкономическая конъюнктура

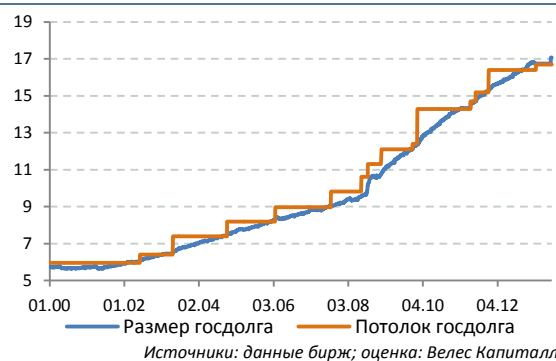
- Весь октябрь инвесторы были прикованы к бюджетной драме, развернувшейся в Конгрессе США. Попытки отстоять партийные интересы привели к тому, что Конгрессмены пришли к соглашению по бюджету лишь в последние часы. Правительство США было почти на 3 недели отправлено в отпуск, что негативно сказалось деловом климате, занятости и, скорее всего, ухудшит динамику ВВП. В частности, число заявок на пособие по безработице в октябре подскочило с 300 тыс. до 370 тыс. и затем начало медленно снижаться. Данные по числу новых рабочих мест от ADP за октябрь указали на падение их количества с недавних 150-180 тыс. до 130 тыс. Мы не исключаем, что вынужденный перерыв в найме новой рабочей силы в ближайшее время найдет отражение в уровне безработицы, хотя эффект от него будет временным. Прочие статиндикаторы также, скорее всего, ухудшатся, что, впрочем, не будет отражать реальной картины в экономике.
- Приостановка работы правительства, скорее всего, заставит ФРС отложить решение о сворачивании QE на продолжительный срок. Во-первых, на текущий момент сложно оценить реальный эффект от октябрьских событий, поэтому регулятор вполне может взять паузу на несколько месяцев и не шокировать экономику сокращением ликвидности в декабре. Во-вторых, бюджетная проблема окончательно до сих пор не решена. В этот раз законодатели заранее начали переговоры по бюджету, однако риски того, что дебаты вновь затянутся до последних минут, остаются. Поэтому, на наш взгляд, сокращение стимулирующей программы до снятия риска дефолта преждевременно.
- Серьезным драйвером для рынков в начале месяца могут стать результаты заседания ЕЦБ намеченного на 7 ноября. Ранее сообщалось, что Еврокомиссия ухудшила прогнозы по безработице в Еврозоне на 2014 г. с 12,1% до 12,2% и по росту ВВП с 1,2% до 1,1%. Ухудшение экономических прогнозов, а также замедление инфляции, наблюдаемые в последнее время вкуче с заявлениями главы ЕЦБ Марио Драги о возможности запуска нового раунда LTRO делают вероятным смягчение монетарной политики ЕЦБ уже на ближайшем

## Идейный ноябрь

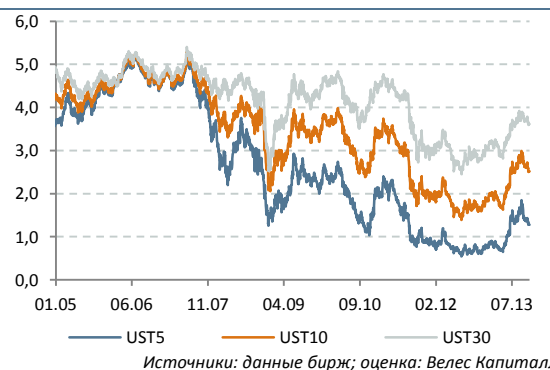
Индекс экономических сюрпризов



Динамика размера госдолга США



Динамика доходности Treasuries



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 2013 г.

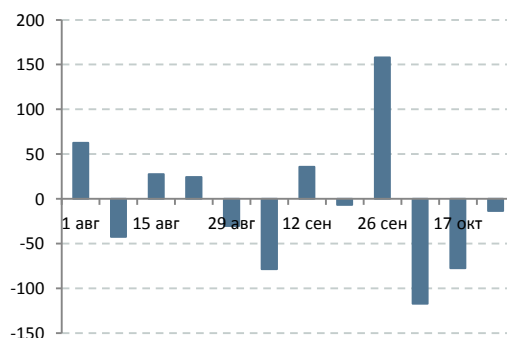


заседании. **Не исключено, что европейский банковский регулятор пойдет на новое снижение ставки, что станет поводом для снижения курса евро.** Возможности смягчения политики также способствуют состоявшиеся выборы в Германии – ранее, в преддверии выборов, немецкие власти препятствовали принятию каких-либо кардинальных мер.

В поле пристального внимания остается Китай. Напряженность с ликвидностью, наблюдавшая в летние месяцы, в конце октября вновь дала о себе знать. Народный банк на протяжении большей части месяца не проводил операции обратного РЕПО, в результате чего отток юаней из банковской системы составил почти 120 млрд юаней за 2 недели. На этом фоне ставки однодневного РЕПО подскочили с 3,05% до 5,2%, что стало максимумом с июля этого года, но возобновление предоставления ликвидности не помогло снижению напряженности на денежном рынке. **При этом мы склонны полагать, что Народный Банк Китая и в дальнейшем продолжит оказывать поддержку банковскому сектору, поэтому не ожидаем серьезного ухудшения конъюнктуры в дальнейшем.** Несмотря на все опасения замедления темпов роста экономики Поднебесной, статданные продолжают демонстрировать рост экономики. ВВП Китая в 3-м квартале вырос на 7,8%, кварталом ранее – 7,5%. Данные по деловой активности в производственном секторе за октябрь также оказались лучше прогнозов: 51,4 пункта vs 51,2 пункта, по оценке HSBC – 50,9 vs 50,7 пунктов.

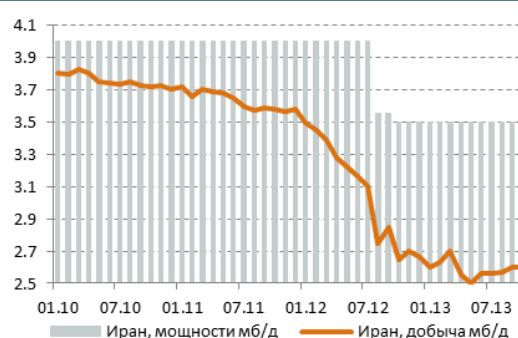
Мы ожидаем, что ноябрь окажется неблагоприятным месяцем для рынка нефти. Основная угроза для котировок «черного золота» связана с геополитическими факторами. **Наиболее сильными драйверами снижения могут стать результаты переговоров по Ирану 7-8 ноября и переговоров по Сирии 23-24 ноября.** Предыдущий раунд переговоров по Ирану завершился в середине октября, обе стороны охарактеризовали переговоры как успешные, хотя детали договоренностей не раскрываются. Снижение напряженности может привести к росту экспорта из Ирана и росту предложения на рынке. Сирийское урегулирование поспособствует сокращению рискованной премии в котировках «черного золота». **Также против нефти может сыграть снижение курса евро в случае, если ЕЦБ пойдет на очередное снижение ставок 7 ноября.** Мы полагаем, что наиболее вероятным сценарием динамики котировок нефти до конца года является умеренная коррекция к диапазону 100-105 долл. за баррель марки Brent.

### Приток/отток юаней в банковском секторе



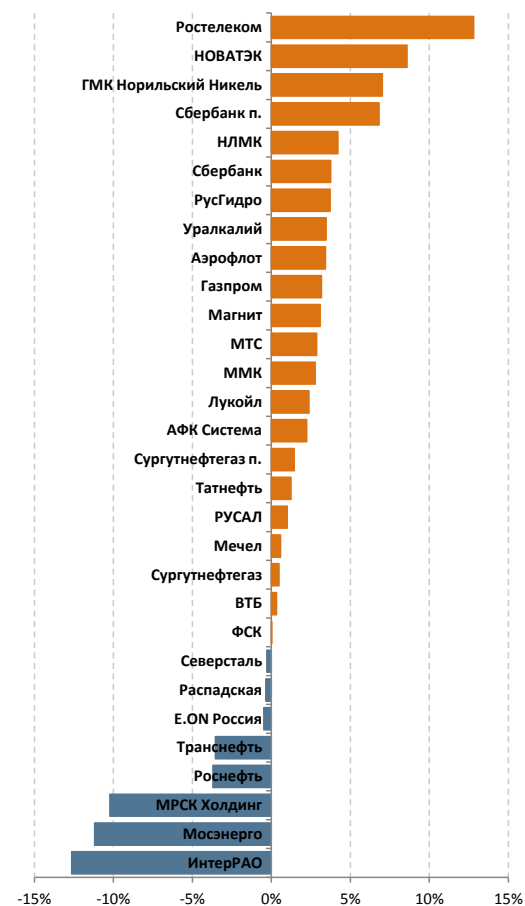
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

### Добыча и мощности Ирана



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

### Лидеры и аутсайдеры российского рынка



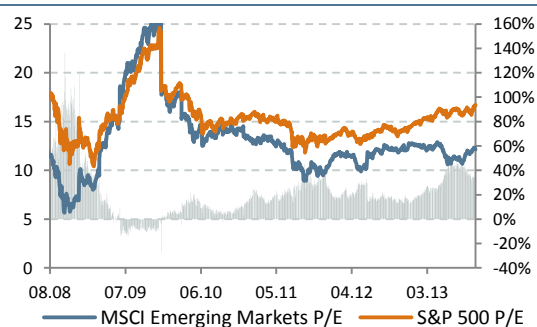
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



Перспективы снижения котировок нефти, а также перегретость американского фондового рынка создают не слишком благоприятный фон для российского рынка в ноябре. Тем не менее, российский рынок остается крайне дешевым и, помимо не слишком интересных в нынешних условиях бумаг нефтегазовой отрасли, остается целый ряд краткосрочных инвестиционных идей в прочих секторах. **В ночь с 7 на 8 ноября будут объявлены результаты ребалансировки индекса MSCI Russia, которые вступят в силу 27 ноября.** В середине октября MSCI приняло решение убрать дополнительные требования по ликвидности, в связи с чем мы ожидаем изменений в индексе MSCI Russia. Ожидаемый порог по капитализации свободного обращения оценивается в 1,3 млрд долл. **Наиболее вероятным претендентом для включения в индекс являются акции Московской биржи.** В случае включения акций Московской биржи, ее предельный вес в индексе может составить 0,47% после ноябрьского пересмотра и 0,93% после пересмотра в феврале. Приток инвестиций может составить 19 млн долл. через пассивно управляемые фонды и 300 млн долл. через активно управляемые фонды. **Также по итогам пересмотра может быть увеличен вес ВТБ – с 1,8% до 2,9%.** Ожидаемый пороговый уровень рыночной капитализации в свободном обращении для исключения акций из индекса MSCI Russia составит порядка 730 млн долл. **По состоянию на 1 ноября из индекса могут быть исключены Интер РАО и Группа ЛСР** с капитализацией свободного обращения 509 и 688 млн долл. соответственно. **Также в зону риска попадает и ТМК.** В случае исключения бумаг отток из акций каждой компании составит приблизительно 10,5 млн долл.

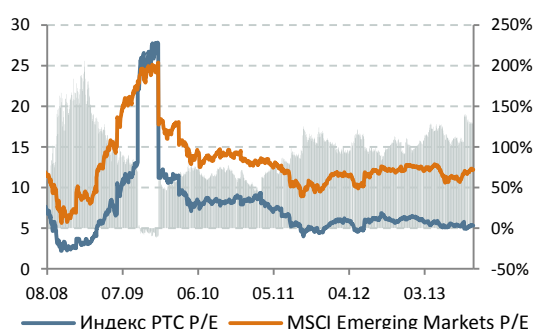
Одним из серьезных драйверов для российского рынка в начале 2014 г. может стать приход Euroclear на рынок российских акций – согласно последним заявлениям А. Силуанова, это может произойти уже в 1 кв. 2014 г. Допуск Euroclear не станет столь же мощным драйвером для российских акций, каким он стал для рынка ОФЗ в 2013 г., поскольку расписки на акции наиболее крупных российских компаний торгуются на зарубежных площадках и иностранные инвесторы имеют свободный доступ к инвестициям в большинство российских голубых фишек. Тем не менее, для акций второго эшелона приход Euroclear является хорошей новостью. Наиболее явной идеей в преддверии прихода Euroclear является покупка акций компаний, торгуемых с большим дисконтом к собственным ADR – доступ иностранных инвесторов на внутренний рынок в перспективе приведет к исчезновению этого дисконта. **Наибольший интерес с этой точки зрения представляют акции АФК Системы и Магнита,** торгуемых в виде ADR с премией порядка 20% к внутреннему рынку.

### Рисковая премия вернулась к максимумам



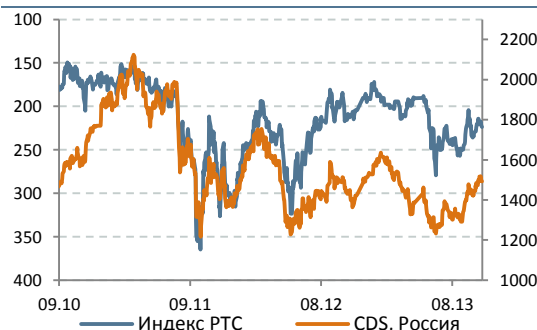
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

### Россия продолжает отставать



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

### PTC и CDS на Россию



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



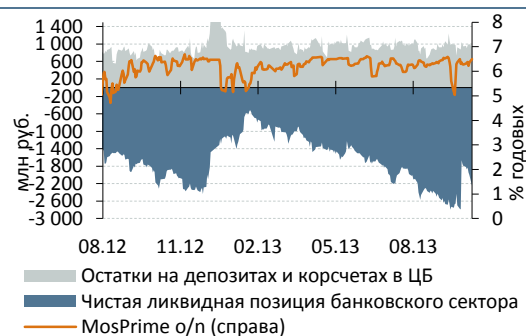
В нашем [октябрьском обзоре](#) мы писали о том, что совет директоров Норникеля одобрил прекращение участия и отчуждение акций ряда непрофильных активов – акций электроэнергетических компаний. С учетом значительного ухудшения ожиданий по поводу будущих денежных потоков генерирующих компаний из-за ряда негативных регулятивных мер, принятых по отношению к отрасли мы считаем, что продажа пакетов акций крупному инвестору маловероятна. Активы, вероятно, будут продаваться в рынок. Наибольшее давление от «вливания в рынок» будет на котировки акций **Россетей, ФСК и ТГК-9** (см. наш спец. обзор).

На внутреннем денежном рынке октябрь прошел при активной поддержке банков ликвидностью от ЦБ и Федерального казначейства. Внутренние лимиты на аукционах обеих госструктур привели к тому, что в начале месяца на рынке можно было наблюдать локальный избыток ликвидности, в результате чего индикативная MosPrime o/n оказалась на минимуме с сентября 2012 г., составив 5,04% годовых. До конца месяца ликвидности на аукционах РЕПО с ЦБ и депозитных аукционах Росказначейства банкам хватало с избытком, и очередной налоговый период был пройден относительно спокойно: ставка MosPrime o/n в целом осталась в рамках 6,50% годовых (при годовом максимуме в 6,62%).

Мы полагаем, что ноябрь пройдет для денежного рынка в таком же ключе: предложение на беззалоговых депозитных аукционах Федерального казначейства пока с избытком компенсирует дефицит ликвидности, возникающий при достижении у отдельных игроков обремененности рыночного обеспечения пороговых значений (уровень задолженности по прямому РЕПО перед ЦБ в диапазоне 2,3-2,5 трлн руб.).

Временное решение бюджетных проблем в США скорректировало пару доллар/рубль на внутреннем валютном рынке ниже 32 руб., однако оптимизма участников рынка хватило не надолго, и уже к концу октября пара дрейфовала выше отметки в 32 руб. Отыграв ситуацию с повышением потолка американского госдолга, участники валютного рынка вновь переключились на проблему сворачивания программы QE. Однако по последнему вопросу рассчитывать на появление какой-либо существенной новой информации в ноябре не приходится. В свою очередь, американский бюджетный вопрос, видимо, еще побеспокоит инвесторов до конца года (до 13 декабря законодатели должны принять окончательный бюджет на 2014 г.), но так как переговоры в данном ключе ведутся уже сейчас, реакция рынков на данную проблему, вероятно, будет достаточно сдержанной. В то же время нельзя забывать о возможной коррекции цен на нефть в ноябре (см. раздел выше). С учетом последнего фактора мы полагаем, что пара доллар/рубль в целом будет находиться в диапазоне 32,0-

Ликвидность



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



32,50 руб. в течение ноября, однако в случае развития негативного сценария на рынке нефти со снижением ее цены до 100 долл. за баррель, не исключено локальное укрепление американской валюты до 33 руб.

- Октябрь, вопреки нервозности из-за риска технического дефолта США оказался довольно-таки позитивным для рынка рублевого долга. ОФЗ после разрешения ситуации с американским бюджетом начали плавный рост. По итогам месяца доходность госзаймов снизилась на 10-15 б.п. В корпоративном сегменте месяц прошел вяло, а котировки изменялись в пределах +/- 50 б.п. Лишь облигации Банка Связной продемонстрировали сильное падение (-5-5,6 п.п. за месяц) в связи с ухудшением корпоративных рейтингов. Стоит также отметить, что в октябре резко выросло число размещений муниципальных облигаций. Около трети выпущенных в 2013 г. займов пришлось именно на октябрь.

В ноябре мы ожидаем ослабления коррекционных настроений. Риски появления новых негативных сигналов со стороны глобальной экономики мы оцениваем как невысокие. Инфляционные ожидания в России - сбалансированные, что дает неплохие шансы на рост внутреннего долгового рынка в ноябре. Единственным риском для долгового рынка мы видим снижение котировок нефти, что сможет оказать давление лишь в случае реализации сценария падения котировок к уровню в 100 долл. за баррель Brent.

В случае реализации благоприятного для рынка рублевого долга сценария, в первую очередь положительная реакция последует в сегменте госдолга. В корпоративном сегменте наибольший интерес по-прежнему вызывают банковские займы, торгующиеся с большей по сравнению с другими отраслями премией, поэтому и движение котировок в секторе будет более выраженным. Рекомендуем обратить внимание на короткие облигации НОМОС-БАНКа и выпуски Русский Стандарт БО-2, -4. Кроме того, инвесторам, склонным к риску, можно, в целом, порекомендовать бумаги розничных банков, подешевевшие после серии снижений рейтингов международными агентствами в связи с перегретостью розничного кредитования. К ним относятся выпуски Татфондбанка, Бинбанк БО-2. В небанковском секторе положительная реакция на улучшение внешней конъюнктуры вероятна в займах ММК-18, -19, займах Вымпелкома и Металлоинвеста. А также инвесторам, склонным к риску, интересным может быть короткий выпуск РУСАЛ БО-7, торгующийся с доходностью 33,5% годовых.

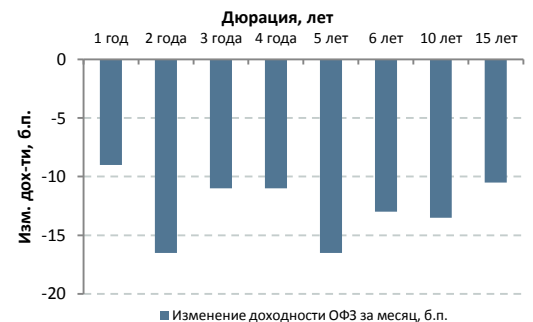
Анна Соболева, Василий Танурков  
Юрий Кравченко, Александр Костюков,  
Иван Манаенко,  
bonds@veles-capital.ru

### Индекс ММВБ облигации



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

### Изменение доходности ОФЗ за месяц



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал





## 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».



## 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

Елена Дэйвиз  
Сейлз-трейдер  
JDavies@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