

## Макроэкономическая конъюнктура

*Худшее, конечно, позади... ?*

- **Украина.** Украинский вопрос остался на повестке дня для российского рынка. **Выборы в Раду завершились лидерством двух партий – П. Порошенко и А. Яценюка, причем, с минимальным разрывом.** Для России, которая в последнее время постепенно начала выстраивать отношения с новым президентом, такая расстановка сил означает, что антироссийский новостной фон сохранится. Тем не менее, в ближайшее время Парламенту предстоит сформировать коалицию и от того, как в результате распределяются ключевые места в правительстве, будут зависеть будущие отношения между Москвой и Киевом.
- **В октябре России и Украине удалось подписать соглашение о поставках газа.** Киев согласился погасить до конца года долг перед Газпромом. Первый транш долга в 1,45 млрд долл. был оплачен в первых числах ноября, остаток задолженности Нафтогаз погасит до конца года. Цена газа для Украины установлена на уровне 378 долл. за тыс. кубометров. При этом летняя цена за газ, о которой ранее говорил А. Яценюк, по словам главы Минэнерго России, не обсуждалась, поэтому весной 2015 г. можно ожидать повторения кризиса. Однако пока на зимний период вопрос поставок газа на Украину и в Европу, вероятно, можно считать решенным, что снизит давление на российский рынок.
- **Еще одним знаковым для России событием были выборы в ДНР и ЛНР.** По их результатам Кремль объявил об уважении выбора народа, но не об официальном признании результатов. Это дает надежду на то, что Запад воздержится от новых санкций, хотя подобные угрозы звучали накануне голосования. Поскольку пока тема новых санкций и продолжающихся столкновений на Востоке Украины не получила распространения, есть надежды, что в скором времени в отношениях России и Запада наметится оттепель. Первые выводы о судьбе санкций возможно будет сделать после саммита ЕС 17-го ноября. Тенденция к отсутствию ужесточения санкций может оказать поддержку российскому рынку.

Индекс экономических сюрпризов



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Динамика курса евро



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



■ **ЕС.** ЕЦБ в октябре все-таки начал покупку ипотечных облигаций в рамках программы QE и задумался о выкупе корпоративных облигаций. Напомним также, что на 4-й квартал намечен старт покупок ABS, однако до конца многие подробности пока не раскрыты. На последнем заседании 6-го ноября регулятор не предоставил свежих подробностей, в отношении программы, добавив лишь, что выкуп смогут осуществлять национальные ЦБ.

**В целом, ЕЦБ на текущий момент демонстрирует стремление поддержать экономику всеми имеющимися средствами, однако ввиду забюрократизированности процедур, требующих консенсуса от всех станами-участницами, возможности регулятора в этом вопросе ограничены.** При этом инфляция и в Германии – главном противнике мягкой монетарной политики - взяла уверенный курс на снижение (в последние месяцы опустилась ниже 1%), что в конечном итоге может привести к смягчению ее позиции.

**Вместе с тем, проводимый курс ЕЦБ, похоже, начинает постепенно отражаться на реальной экономике.** Регулятор постепенно начал повышать свой прогноз по спросу на корпоративные, ипотечные и потребительские займы. На фоне установленной в этом году отрицательной депозитной ставки можно ожидать реализации этих прогнозов. Правда, пока в динамике объемов выданных кредитов заметно лишь замедление темпов их сокращения.

■ **США.** ФРС вновь смог удивить рынки. После обнадеживающего комментария Дж. Йеллен по итогам сентябрьского заседания о том, что сильный доллар может спровоцировать рост инфляции, что послужило причиной задержки повышения ставки. Однако в октябре этот комментарий пропал из заявления ФРС. Напротив, было указано, что изменение ставки последует за изменением экономической конъюнктуры, поэтому повышение может быть и раньше, и позже ожидаемого срока. На этом надежды на долгосрочный характер низких ставок поухили. В свете этого события в среднесрочной перспективе на первый план выйдет статистика по занятости и инфляции, поскольку именно на нее ФРС будет обращать внимание, принимая решение об изменении ставки. Пока инфляция находится под контролем. **Безработица хотя и снизилась ниже таргетируемого уровня в 6,5%, но в структуре занятости по-прежнему остается большая доля тех, кто уже продолжительное время не может найти работу. По всей видимости, пока этот показатель не нормализуется, ФРС будет придерживаться стимулирующей политики.**

■ **Нефть.** В октябре продолжилось снижение нефтяных цен, тем не менее, котировки удержались выше 80 долл. за

### Динамика инфляции в еврозоне и Германии



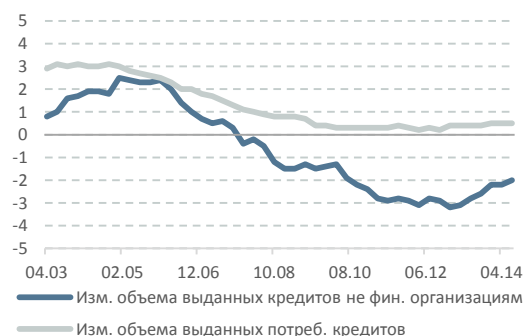
Источники: Eurostat; оценка: Велес Капитал

### Спрос на кредиты в ЕС начал расти

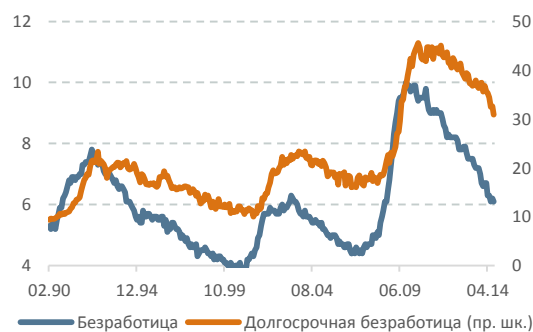


Источники: ЕЦБ; оценка: Велес Капитал

### Изменение объема выданных кредитов



### Безработица и доля тех, кто не может найти работу длительное время

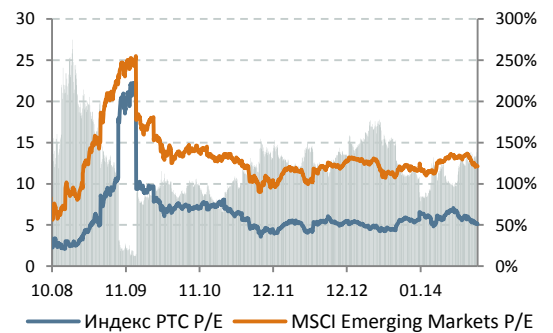


Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



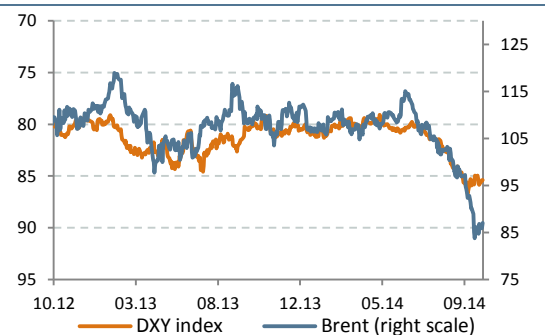
баррель, в конце октября – начале ноября нефть стабилизировалась в диапазоне 80-85 долл. за баррель марки Brent. В пользу снижения цены «черного золота» играли фундаментальные факторы как со стороны спроса, так и со стороны предложения, а также технический фактор массового закрытия длинных позиций спекулянтов. Надежды на то, что ОПЕК в целом и Саудовская Аравия в частности могут пойти на снижение добычи в ответ на снижение котировок нефти, не оправдались. Более того, в начале октября саудовская нефтяная госкомпания Saudi Aramco снизила цену для покупателей в Азии. Вслед за этим более низкий уровень стоимости установили также иракские, кувейтские компании и Иран. Несколько позже Саудовская Аравия снизила цены для американских потребителей. Целый ряд источников указывает на то, что Саудовская Аравия не собирается снижать объемы добычи нефти даже в случае дальнейшего падения цен и рассчитывает, что это позволит надеяться на увеличение доходов в среднесрочной перспективе, так как низкие цены нанесут удар по конкурирующим проектам, особенно в области разработки сланцевых месторождений. Ключевым событием для рынка нефти в ноябре станет заседание ОПЕК, в ходе которого основным вопросом станет снижение квот на добычу. В преддверии заседания по квотам в начале ноября прошел саммит ОПЕК в Вене, в процессе которого представителями организации был сделан целый ряд заявлений. Так, Wall Street Journal со ссылкой на неназванного представителя организации сообщала, что цена в 70 долл. за баррель станет причиной для паники в ОПЕК, в то же время, по словам другого представителя картеля, нефть не опустится до конца года ниже 75 долл. за баррель. Согласно официальному заявлению главы организации Абдаллы Аль-Бадри, ОПЕК не видит больших фундаментальных изменений на рынке нефти, рынок нефти очень стабилен и нет фундаментальных причин для дальнейшего падения котировок. Картель ожидает восстановления котировок нефти ко второй половине 2015 г. Очередное заседание ОПЕК, в ходе которого будет обсуждаться вопрос снижения квот, состоится 27 ноября. Отметим, что далеко не все члены ОПЕК комфортно чувствуют себя при нынешнем уровне цен – так, Венесуэла уже неоднократно призывала к экстренному снижению квот. Определяющую роль в вопросе снижения квот будет играть позиция Саудовской Аравии. И хотя представители Саудовской Аравии заявляют, что цена в 80 долл. является приемлемой, бюджет королевства балансирует при 95 долл. за баррель. Вполне возможно, что подобные заявления саудитов - это способ убедить всех членов ОПЕК в необходимости снижения квот. Дисциплина внутри картеля слабая и часто большая часть бремени снижения добычи падает на Саудовскую Аравию. Кроме того, неспособность действовать в нынешних условиях приведет если не к развалу ОПЕК, то к дальнейшему снижению дисциплины

### Рисковая премия развивающихся рынков сокращается



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

### Нефть и курс доллара



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

### Динамика доходности UST



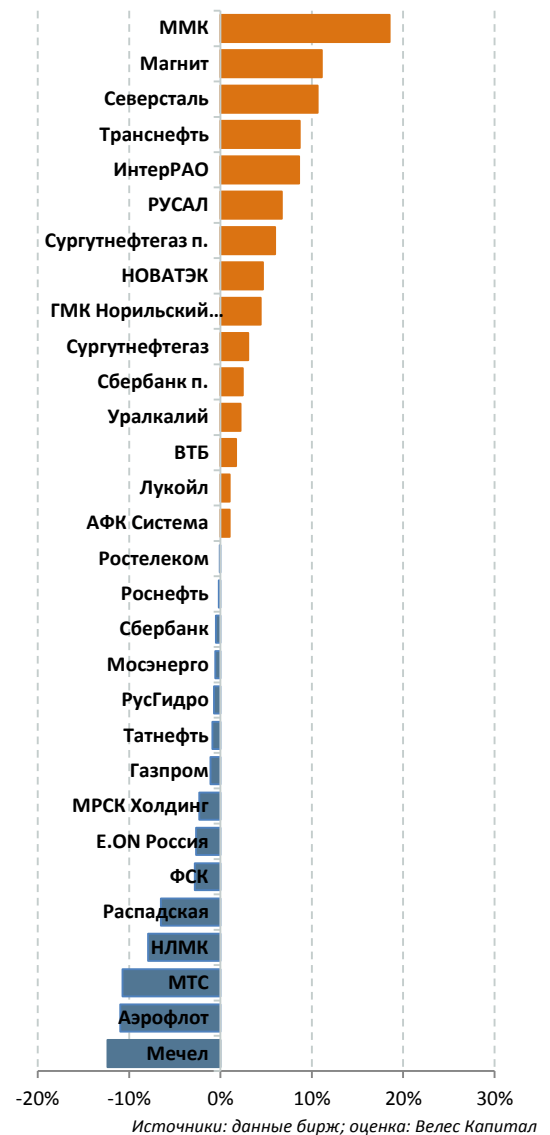
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



членов организации, а значит и к снижению контроля нефтяных цен со стороны саудитов. Мы полагаем, что более вероятным сценарием является снижение квот ОПЕК 27 декабря в пределах 1-1,5 мб/д (заявленное возможное снижение на 0,5 мб/д вряд ли будет иметь серьезный эффект). В этом случае нефтяные котировки быстро переместятся в диапазон 90-95 долл. за баррель. Негативный сценарий, в котором снижение квот согласовать не удастся, предполагает уход нефтяных котировок в диапазон 70-75 долл. за баррель. Но даже в случае реализации негативного сценария, цены на этом уровне удержатся не надолго. По данным Wall Street Journal, снижение цен на нефть вынуждает американские добывающие компании сокращать планы по разработке месторождений на 2015 г. Сообщается, что инвестиционный бюджет Conoco Phillips сократится по сравнению с текущим годом, что снижает вероятность разработки новых скважин на сланцевом месторождении Niobrara в штате Колорадо. Разработка месторождения Bakken также застопорится – одна из ведущих компаний, осваивающих Bakken, Continental Resources, заявила, что не будет увеличивать количество буровых установок в 2015 г. Pioneer Natural Resources сообщила, что не станет наращивать число буровых установок в Техасе до тех пор, пока цены на нефть не восстановятся. Показательно, что рост числа работающих буровых установок в США прекратился уже в октябре текущего года.

■ **Фондовый рынок.** В конце октября основным драйвером для российского фондового рынка стала девальвация. В результате, если индекс ММВБ к текущему моменту значительно укрепился, заметно превзойдя достигнутые в сентябре максимумы, долларový индекс РТС все еще близок к многолетним историческим минимумам. В то же время в октябре был снят с повестки дня целый ряд рисков. Завершились выборы в украинскую Раду, по итогам которых к власти не пришли откровенные радикалы. Было подписано долгожданное соглашение по газу с Украиной, более того украинская сторона перечислила первый транш в счет погашения долга. Россия не стала объявлять об официальном признании выборов в ДНР и ЛНР, заявив лишь, что уважает выбор народа, тем самым существенно снизился риск новых санкций. Новые сигналы стабилизации отношений с Европой и США могут поступить в начале ноября во время саммитов АТЭС и G20 – для российского рынка знаковой может стать встреча Б. Обамы и В. Путина – американский президент ранее заявлял о планах провести переговоры с Путиным «на полях» саммита G20. Прошедшая девальвация окажет серьезное позитивное влияние на российских экспортеров, что делает их бумаги на текущий момент крайне привлекательными. В целом, недооцененность российского фондового рынка вкупе с перепроданностью рубля обещают иностранным инвесторам в перспективе крайне привлекательную долларovou доходность

## Лидеры и аутсайдеры российского рынка





вложений в российские активы. Мы ожидаем, что рост российского рынка продолжится в среднесрочной перспективе, в лидерах роста будут экспортеры – производители удобрений **Уралкалий, ФосАгро, Акрон**. Также достаточно интересны многие бумаги металлургического сектора. Отметим в первую очередь **Русал** – рост цен на алюминий, биржевые цены на который преодолели психологическую отметку в 2000 долл. за тонну вкупе с девальвацией делают Русал чрезвычайно привлекательной инвестицией в среднесрочной перспективе. В связи с ожиданиями крупных дивидендных выплат интересны бумаги **НЛМК и ММК**. На динамику котировок нефтяных компаний серьезное влияние могут оказать результаты заседания ОПЕК 27 ноября. В любом случае **наиболее привлекательными среди бумаг нефтяных компаний остаются префы Сургутнефтегаза**, дивиденды по которым по итогам года благодаря девальвации могут превысить 4 рубля на акцию.

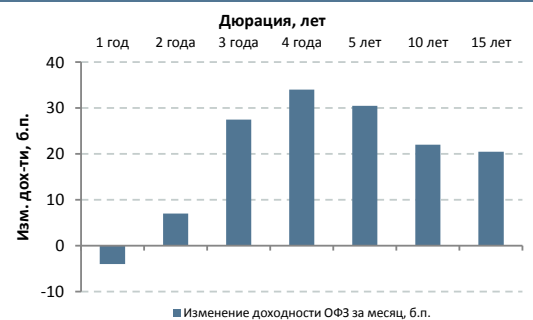
■ **Денежный рынок.** Атмосферу на денежном рынке в октябре в очередной раз серьезно ухудшил Банк России, принявший в самом конце месяца решение повысить ключевую ставку сразу на 1,5 п.п. — до 9,5% годовых. Решение ЦБ, на наш взгляд, прежде всего было направлено на поддержание стабильности на валютном рынке. Тем не менее, на действие регулятора «откликнулись» только межбанковские ставки (MosPrime о/п поднялась выше отметки в 10% годовых), а вот рубль уже в начале ноября перешел в фазу «свободного падения», обновив очередные исторические минимумы против доллара и евро: первый достигал отметки в 48,65 руб., а вторая валюта «забиралась» выше 60 руб. Уже после этого Банк России попытался разъяснить участникам ситуацию на валютном рынке. Во-первых, регулятор пояснил, что для достижения равновесия платежного баланса РФ «дальнейшего ослабления рубля не требуется», а во-вторых, еще раз напомнил участникам рынка, что в условиях рисков для финансовой стабильности готов увеличить валютные интервенции в любой момент и задействовать дополнительные механизмы. При этом в качестве одной из предпосылок формирования рисков для финансовой стабильности регулятор отметил ажиотажный спрос на валюту в начале ноября. Таким образом, по нашему мнению, регулятор дал рынку недвусмысленно понять, что игра против рубля близка к завершению. Тем не менее, до сих пор остается неясным, насколько серьезно настроен ЦБ и на какие количественные интервенции готов пойти. Очевидно, что причины обвала рубля в начале ноября (-3,27 руб. к корзине валют) носят исключительно спекулятивный характер, однако ключевые факторы в виде санкций, цены на нефть и выплат по внешнему долгу в конце года по-прежнему остаются против рубля. Таким образом, в настоящее время отечественной валюте остается надеяться лишь на фактор «перепроданности». В данных условиях мы ожидаем скорого возвращения рубля

### Индекс ММВБ облигации



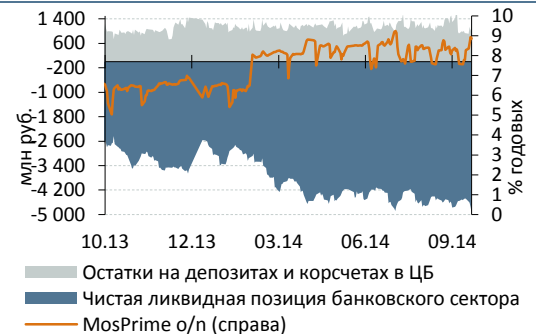
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

### Изменение доходности ОФЗ за месяц



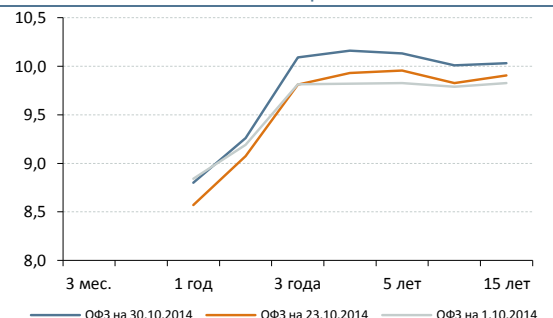
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

### Ликвидность



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

### Изменение кривой ОФЗ за последний месяц



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



к отметкам конца октября — 42-43 руб. по доллару и 53-54 руб. по евро, однако этим «стабилизация» рубля, вероятно, и ограничится. В ходе выступления на саммите АТЭС стабилизацию рубля пообещал и В. Путин. По словам президента, спекулятивные прыжки курса в ближайшее время должны прекратиться, в том числе благодаря шагам, которые предпринимает Центробанк в ответ на действия спекулянтов.

- В свою очередь, несмотря на сохраняющиеся инфляционные риски, мы полагаем, что октябрьское повышение ЦБ ключевой ставки окажется последним в цикле повышений, так как при текущей стоимости ликвидности возникают реальные угрозы для фондирования российского банковского сектора (с учетом закрытых финансовых рынков, «процентных» ограничений по розничным депозитам и др.). Вместе с тем ЦБ ожидает сохранения темпа прироста потребительских цен вплоть до конца 1-го кв. 2015 года, рассчитывая на снижение инфляции после указанного периода более медленными темпами, нежели ожидалось. Таким образом, вероятность сохранения ставки на текущем уровне, как минимум, до 2-го квартала следующего года весьма высока.

- Долговой рынок.** Передышка на долговом рынке оказалась недолгой. Практически ежедневное ослабление рубля не дало возможности облигациям закрепиться на достигнутом в сентябре уровне. Давление также оказывали спекуляции о возможном снижении суверенного рейтинга от S&P до «мусорного» уровня. И хотя в конечном итоге агентство не стало менять рейтинг России, оптимизма игрокам эта новость не прибавила. Доходность ОФЗ установила рекорд, превысив порог в 10% в последние дни месяца. Повышение же ставки ЦБ даже если приведет к укреплению рубля не сможет помочь долговому рынку. Кроме того, ЦБ по-прежнему сохраняет цель снизить инфляцию до 4% в долгосрочной перспективе, а поскольку атака на рубль ввиду необходимости погашения внешнего долга в условиях закрытия западных рынков капитала и перехода с 1 января 2015 г. к свободному курсу продолжится в среднесрочной перспективе, шансы на еще одной повышение ключевой ставки гораздо больше, нежели вероятность ее снижения. **Таким образом, мы полагаем, что давление на долговой рынок сохранится, по крайней мере до конца года.**

В корпоративном сегменте обстановка не претерпела изменений. Надежды на ослабление кризиса и рост числа размещений не оправдались, и в условиях прохождения кривой ОФЗ порога в 10%, теперь скорое возвращение эмитентов на рынок маловероятно. Инвесторам до конца года стоит воздержаться от спекуляций на долговом рынке.

Анна Соболева, Василий Танурков  
Юрий Кравченко, 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 2014 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  
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

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