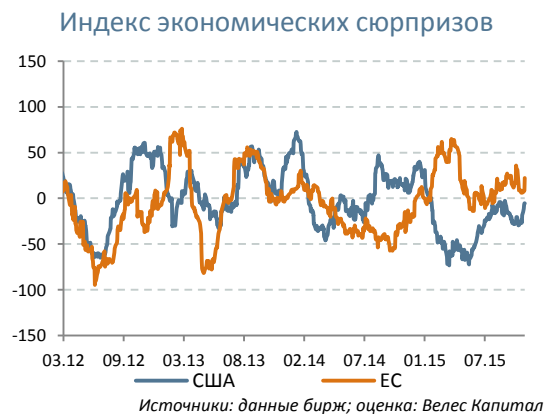


## Макроэкономическая конъюнктура

## Возрождение спроса на риск

- США.** Вопрос повышения ключевой ставки ФРС до конца текущего года остался на повестке дня. После того, как Китай объявил об очередном снижении ключевых ставок, а ЕЦБ на последнем заседании обсуждал необходимость расширения программы QE, причин для повышения ставки ФРС остается все меньше. **По сути, политика ФРС в этих условиях и так понемногу ужесточается по отношению к позициям других ведущих центробанков, поэтому поводов к дополнительным шагам со стороны федрезерва остается не так много.** И действительно, курс доллара к ведущим мировым валютам за текущий год практически не изменился, отражая как раз, с одной стороны, зародившуюся неуверенность в том, что ФРС все-таки пойдет на повышение ставки. А с другой – эффект от ответных мер других регуляторов.
- По итогам последнего заседания ФРС внес ряд важных изменений в свой пресс-релиз. В частности, формулировка про сохранение низкой процентной ставки была заменена на «повышение ставки». Также было отмечено, что события в мировой экономике не повлияют на решение регулятора США, хотя еще в сентябре ссылались именно на волатильность мировых финансовых площадок под угрозой ухудшения экономической конъюнктуры в Китае. После публикации итогов, рыночные ожидания в отношении сроков повышения ставки резко сменились с марта 2016 г. на январь 2016 г. Правда, если в декабре сохранение ставки ожидается с вероятностью в 54%, то в январе – 45%.**
- ФРС продолжит в ближайшие месяцы пристально следить за изменениями в экономике и, как мы полагаем, пойдет на повышение ставки в декабре только в случае улучшения состояния экономики в 4-м квартале, в том числе сохранения положительной динамики роста занятости и повышения инфляционных рисков. Однако пока за исключением уровня безработицы, другие статданные указывают на появление неоднородности роста американской экономики.**



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 2015 г.



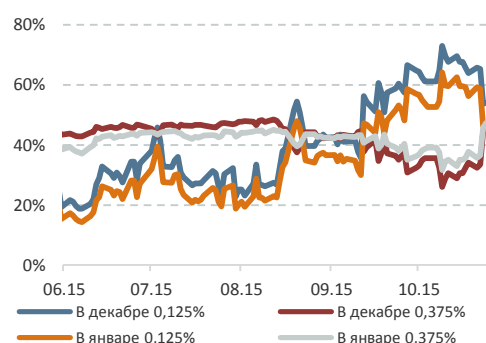
В частности, ВВП США в 3-м квартале вырос на 1,5%, тогда как ожидалось 1,6%. С одной стороны, это вполне неплохой темп роста, но с другой – замедление по сравнению со 2-м кварталом составило более чем в 2 раза, что отражает то самое ухудшение конъюнктуры в 3-м квартале. Тем временем индекс Core PCE, на который опирается ФРС говоря об инфляции, упал с 1,9% до 1,3%. **Снижение инфляционного давления открывает возможность для продолжения мягкой монетарной политики, что позволит сгладить замедление темпов роста, отмеченных в 3-м квартале.**

Однако если в ближайшие месяцы статданные по США будут указывать, по крайней мере, на сохранение прежних темпов роста без новых признаков неоднородности роста и в глобальной экономике не будет проявляться новых признаков слабости, мы не исключаем, что ФРС все-таки повысит ставку до конца года.

**ЕС.** В октябре ЕЦБ ожидаемо воздержался от изменений монетарной политики, однако намекнул на такую возможность в будущем, чем уронил евро с 1,15 до 1,08 за доллар. Впрочем, подобные намеки едва ли дают основание ожидать изменения курса регулятора в обозримом будущем. Укрепление евро, наблюдавшееся в последние месяцы, заставило ряд стран Евросоюза высказаться в пользу расширения стимулирующей программы, что и стало поводом для обсуждения данного вопроса на заседании. Поэтому мы полагаем, что пока ожидать действий со стороны ЕЦБ преждевременно. Со стороны макростатистики пока никаких серьезных изменений не заметно. Инфляция в октябре остается на нулевой отметке, индекс PMI в производственном секторе удержался на отметке 54 пункта. Безработица немного снизилась и составила в сентябре 10,8%, что, несмотря на сохраняющуюся тенденцию снижению, является высоким уровнем. Мы не исключаем, что ЕЦБ придется расширить программу QE или объявить о других мерах поддержки. Однако, по-видимому, без первого шага со стороны ФРС ожидать новых действий от европейского регулятора преждевременно.

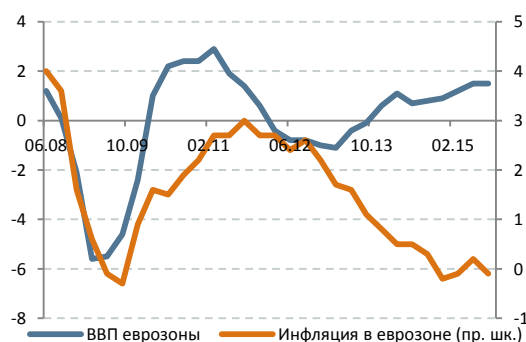
**Китай.** Основным событием прошлого месяца стало решение Народного банка Китая в очередной раз прибегнуть к стимулирующим монетарным мерам, опустив ключевые ставки на 25 бп. Ставки по депозитам снижены до 1,5%, по годовым кредитам до 4,35%. Кроме того, для кредитных организаций сокращены нормы резервирования на 50 бп. в целях поддержания приемлемого уровня ликвидности в банковской системе. Мы считаем, что по мере необходимости денежные власти готовы и дальше

### Ожидания изменения ставки ФРС на заседании в сентябре



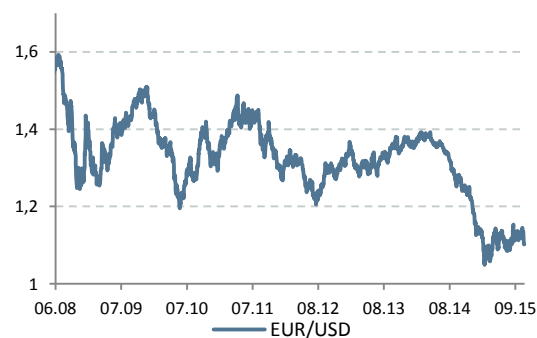
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

### Соотношение ВВП и инфляции в еврозоне



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

### Динамика курса евро



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

### Китай, PMI Manufacturing



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



использовать различные инструменты для улучшения внутреннего спроса, имея более широкий спектр рычагов, в отличие от ЕЦБ и Банка Японии.

Решение регулятора провести дополнительный раунд смягчения дает уверенность глобальным игрокам и поддерживает восстановившиеся темпы роста ряда отраслей экономики. Так рост кредитования за последние два месяца держится на уровне 15-16% г/г, сильна и статистика по розничной торговле – 10,9% г/г в сентябре против 10,8% г/г в августе.

Вместе с тем, данные в производственном сегменте не показывают признаков восстановления. Индекс деловой активности в промышленности по-прежнему ниже 50 пунктов, а индекс Caixin стагнирует седьмой месяц подряд и в сентябре достиг 47,2 пунктов. Индекс цен производителей упал до «минус» 5,9% г/г. Дополнительный негатив, на наш взгляд, исходит со стороны развивающихся стран, которые сокращают спрос на китайскую продукцию. Однако благодаря опережающему снижению импорта (вследствие снижения внутреннего потребления), стране, вероятно, удастся увеличить вклад внешнего сектора в общий компонент ВВП. В целом, данные ВВП за третий квартал оказались выше прогнозов, однако мы все больше убеждаемся, что одной из ведущих экономик мира не удастся удержать прежние темпы роста с таргетируемым уровнем 7%.

**Россия.** Российская экономика постепенно адаптируется к текущим внешним и внутренним условиям. За первое полугодие спад в ряде отраслей реального сектора прекратился. Промышленное производство оттолкнулось от минимальных значений (+0,3%мм, -3,7%гг). В обрабатывающей промышленности отмечается восстановление металлургии (+9,3%), машиностроения (+9%) и производства транспортного оборудования (+17,5%). Кроме того, относительное улучшение ситуации подтверждается индексом промышленного оптимизма Института экономической политики им. Гайдара, который несколько месяцев держится в положительной зоне. Однако одни из важных компонентов сводного индикатора показывают отрицательные значения: запасы продукции и потребительский спрос. Последний фактор является ключевой проблемой для отечественной экономики, так как изменений практически нет и по-нашему мнению, рассчитывать на перемены до конца года не стоит.

Инфляция все еще негативно влияет на покупательную способность населения, несмотря на замедление в годовом соотношении (15,7%). Летнее обесценение рубля сказалось на росте цен (третью неделю подряд зафиксирован прирост инфляции в недельном

### Динамика инвестиций в отдельные отрасли



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

### Динамика PMI Caixin

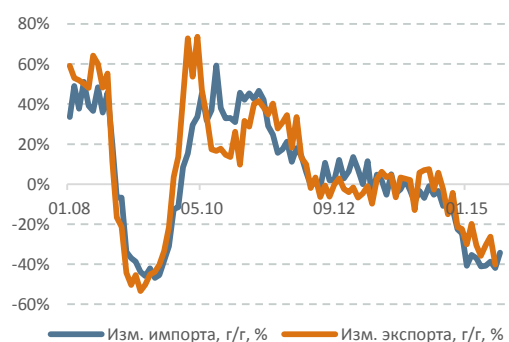
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

### Пик инфляции в России уже пройден



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

### Изменение импорта/экспорта



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

### Промпроизводство удержалось от падения за счет обесценения рубля



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



сопоставлении – 0,2%). В результате сохранилось падение реальных располагаемых денежных доходов (на -1,3% мм) и увеличилась доля населения с доходами ниже прожиточного минимума. Наибольшее сокращение реальных зарплат произошло в финансовом, строительном, гостиничном и ресторанном бизнесах, тогда как в металлургии и химической промышленности ситуация немного лучше. Сжатие потребительского спроса продолжает негативно отражаться и в динамике розничной торговли, чьи результаты только ухудшились (-1,1% мм в сентябре против -0,9% мм в августе).

Маловероятно, что оставшиеся два месяца смогут глобально изменить макроэкономическую картину в стране. **Вклад внешнего сектора является единственным катализатором, останавливающим от более сильного экономического падения.** Потребление домашних хозяйств остается в глубоком минусе на фоне нулевых темпов роста розничного кредитования, а в совокупности с жесткой позицией Центрального банка (регулятор решил сохранить 30 октября процентную ставку на уровне 11%) и дефицитом денежной массы в экономике, вернуть внутренний спрос пока трудно.

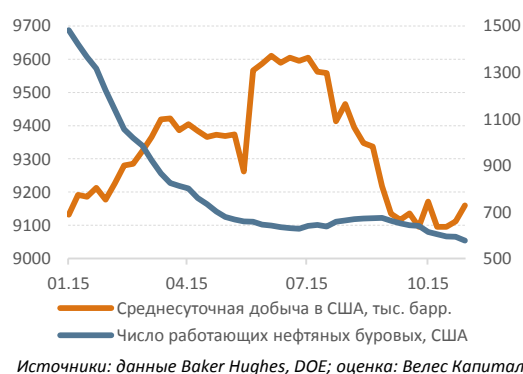
**Нефть.** Ситуация на рынке нефти в октябре мало изменилась по сравнению с сентябрем. **Пауза в снижении добычи в США в октябре, обусловленная некоторым ростом бурения в июле-августе и небольшим ростом добычи в Мексиканском заливе, не позволила котировкам нефти закрепиться выше 50 долл. за баррель.** Дополнительным фактором давления на нефть стало снижение импорта в США на фоне плановых ремонтов целого ряда перерабатывающих предприятий – в конце октября импорт нефти перерабатывающими предприятиями США, расположенными на побережье Мексиканского залива, сократился до минимума за 24 года – за неделю до 30 октября импорт составлял в среднем 2,54 мб/д – самый низкий уровень с конца ноября 1991 г.

**Добыча нефти странами ОПЕК в октябре снизилась на 120 тб/д** – в основном за счет Саудовской Аравии (на фоне сезонного снижения внутреннего потребления) и Ирака. То, что уровень добычи ОПЕК близок к многолетним максимумам, в то время как свободные мощности находятся на многолетних минимумах, указывает на то, что **картель фактически достиг максимума своих текущих возможностей по добыче и экспорту нефти.** Единственной страной, способной резко нарастить добычу в текущих условиях, остается Иран. При этом, по последним данным, как минимум Катар и Саудовская Аравия (возможно, их примеру последуют и другие члены ОПЕК) намерены отложить все несрочные плановые ремонты вплоть до начала

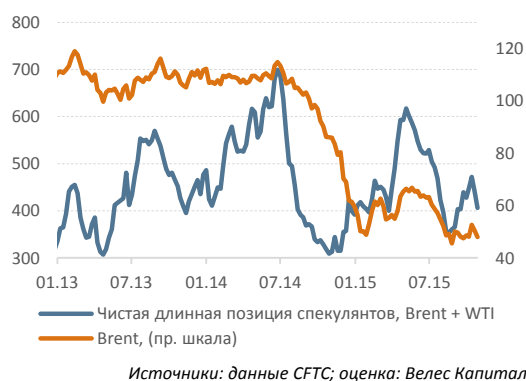
### Динамика промпроизводства РФ



### Добыча и бурение в США



### Спекулятивная позиция



### ОПЕК работает на грани возможностей





2016 г. для того, чтобы поддержать добычу на максимально возможном уровне вплоть до момента снятия санкций с Ирана. Примечательно, что 27-28 ноября Иран намерен представить новые условия контрактов на добычу для иностранных инвесторов. Предполагается, что условия новых контрактов станут существенно более выгодными, в том числе за счет расширения сроков контрактов до 20 лет и привязки доходов инвесторов к объемам добычи.

- ✍ **С точки зрения долгосрочной перспективы, нефть остается слишком дешевой для поддержания необходимого уровня инвестиций.** Так, Международное Энергетическое Агентство ожидает в 2016 г. снижения добычи вне ОПЕК на 0,5 мб/д, из них большая часть придется на США – 400 тб/д. При этом по последним оценкам МЭА, **при цене в 45 долл. за баррель под риском в 2016 г. окажется уже 930 тб/д добычи вне ОПЕК.** Иллюстрацией к этим прогнозам может служить объявленный в октябре отказ Shell от проекта нефтеносных песков в Канаде, повлекший списания в размере 2 млрд долл. Запланированная мощность проекта составляла 80 тб/д. Начать добычу первоначально предполагалось в 2017 г., но весной этого года дата запуска была сдвинута на 2019 г.
- ✍ В то же время **ожидаемые в относительно краткосрочной перспективе события являются мощным сдерживающим фактором для котировок нефти.** Уже 4 декабря пройдет очередное заседание ОПЕК, и вероятность того, что в ходе этого заседания будут приняты какие-либо судьбоносные решения, крайне невелика. **В то же время отсутствие позитивных новостей от ОПЕК может стать сильной негативной новостью для котировок нефти.** Против нефти может сыграть и монетарный фактор – **вероятность повышения ставки ФРС в декабре увеличилась, при этом возможное также в декабре расширение QE в ЕС сыграет в пользу дополнительного укрепления доллара, а значит – против цен на нефть.** И, наконец, уже в начале 2016 г. к существенному притоку нефти на рынок приведет снятие санкций с Ирана. При этом помимо планируемого увеличения добычи на 500 тб/д, Иран намеревается продавать уже добытую и находящуюся в танкерах и хранилищах нефть по демпинговым ценам, чтобы максимально быстро получить валютную выручку.
- ✍ **Мы полагаем, что на текущий момент равновесным уровнем для нефтяного рынка является как минимум 60 долл. за баррель марки Brent и 55 долл. за баррель WTI.** Этот уровень не позволит восстановить темпы добычи в США, однако даже при 60 долл. за баррель возникает риск возникновения дефицита на рынке в



долгосрочной перспективе, поскольку сокращение инвестиций будет наблюдаться в большинстве регионов. В то же время возврат цен к этому уровню маловероятен вплоть до момента выхода на рынок дополнительной иранской нефти. Все же возобновление снижения добычи в США способно вывести цены на нефть в диапазон 50-55 долл. за баррель уже в ноябре. Дополнительным драйвером роста могут стать перебои в поставках из Ливии и Бразилии – в начале ноября ливийская государственная National Oil Corp. объявила о форс-мажоре при поставках через порт Зуэтина. Кроме того, о забастовке объявили рабочие на 43 платформах в Бразилии.

■ **Фондовый рынок.** Октябрь стал крайне позитивным месяцем для мировых фондовых рынков. Американский рынок практически полностью отыграл падение августа-сентября и явно нацелился на возвращение к предыдущим максимумам на фоне позитивного сезона корпоративной отчетности. Снижения опасений по поводу китайской экономики привели к росту Shanghai Composite почти на 11%, при этом к началу ноября индекс вырос на 20% от предыдущих минимумов, сигнализируя об окончании медвежьего рынка. Российский рынок также продемонстрировал неплохие темпы роста, прибавив в октябре около 7% по индексу РТС. **Опасения по поводу возможного повышения ставки ФРС теперь практически не сдерживают спрос на рискованные активы** – очевидно, что даже в случае повышения ставки в декабре, темп дальнейшего ужесточения монетарной политики будет крайне умеренным. Хотя результаты прошедшего в октябре съезда КПК станут окончательно известны лишь в 2016 г., озвученные руководством Китая цели по долгосрочным темпам роста ВВП (не менее 6,5% в год вплоть до 2020 г.) вселяют в инвесторов уверенность в том, что посадка китайской экономики не будет жесткой. Мы полагаем, что в ноябре спрос на рискованные активы сохранится, способствуя продолжению восстановительного роста мировых фондовых индексов. Для российского рынка сдерживающим фактором могут стать цены на нефть, в то же время мы полагаем, что восстановление спроса на акции сырьевых компаний (в том числе – акции нефтегазовых компаний) и активы развивающихся рынков в мировом масштабе будет способствовать опережающему нефть росту российского рынка.

■ Среди российских бумаг в ноябре мы **сохраняем сентябрьскую рекомендацию покупки акций ЛУКОЙЛа** – хотя котировки и отыграли часть падения сентября, компания все еще остается дешевой относительно российского нефтегазового сектора. При этом мы

### Лидеры российского рынка за последний месяц



### Динамика доходности UST



### Динамика бивалютной корзины и нефти





полагаем, что ЛУКОЙЛ среди российских нефтяных компаний станет основным бенефициаром восстановления спроса глобальных инвесторов на нефтегазовые бумаги. Кроме того, поддержку бумагам будут оказывать и ожидания промежуточных дивидендов – Совет директоров в октябре рекомендовал промежуточные дивиденды в размере 65 руб. на акцию (2,6% к текущим котировкам), общий размер дивидендов ЛУКОЙЛа за 2015 г. может составить 180 руб. на акцию (7,2% к текущим котировкам), что делает ЛУКОЙЛ одной из наиболее привлекательных дивидендных бумаг на российском рынке. Снижение рисков дальнейшего обесценения рубля делает привлекательными компании, ориентированные на внутренний спрос – **мы рекомендуем обратить внимание на акции телекомов, в первую очередь, Мегафон и МТС.** Дополнительным доводом в пользу Мегафона могут стать рекомендованные в октябре промежуточные дивиденды в 64,51 руб. на акцию (7,6% к текущим котировкам). **Интерес для краткосрочных покупок могут представлять акции Норникеля** – на фоне ожидаемого решения о промежуточных дивидендах за 9 мес. текущего года (вопрос будет рассмотрен советом директоров 9 ноября) а также вероятного продолжения программы обратного выкупа. В рамках первого этапа выкупа, объявленного 30 июня, предполагалось потратить 14 млрд руб. К текущему моменту на выкуп уже потрачено порядка 11,4 млрд руб., но компания может объявить второй этап программы – ранее заявлялось, что в целом на выкуп в 2015 г. может быть потрачено до 500 млн долл. **Из спекулятивных идей стоит выделить историю с консолидацией РусГидро 100% РАО ЭС Востока путем конвертации акций второй в акции первой.** С учетом зафиксированных цен конвертации и рыночных котировок существует арбитраж для входа в РусГидро через РАО ЭС Востока.

■ **Денежный рынок.** На денежном рынке сохраняется стабильная и относительно благоприятная обстановка. В частности, уже на протяжении нескольких месяцев подряд ставки МБК в периоды отсутствия крупных налоговых платежей устойчиво держатся ниже ключевой ставки Банка России, хотя еще в первой половине текущего года подобная ситуация являлась исключением. Ключевым поставщиком ликвидности, компенсирующей все оттоки средств из банковской системы на обязательные платежи, в текущем году является бюджет. В этих условиях «расслабиться» банкам не позволяет только ЦБ, ограничивающий лимиты на своих аукционах РЕПО. Так, в начале ноября регулятор почти вдвое сократил лимит на недельном аукционе РЕПО до рекордного значения в 570 млрд руб. (минимум

### Индекс ММВБ облигации



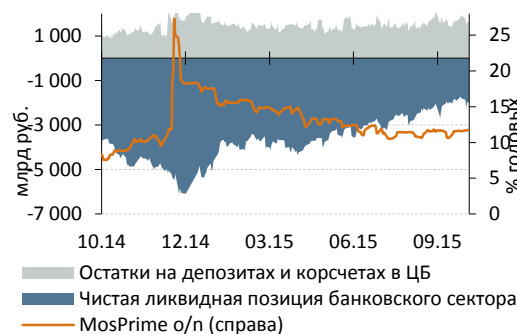
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

### Объемы интервенций ЦБ



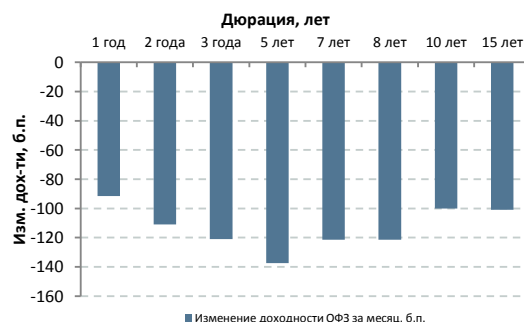
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

### Ликвидность



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

### Изменение доходности ОФЗ за месяц



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



- с апреля 2012 года). Напомним, что еще в первой половине 2015 года лимиты на аукционах РЕПО ЦБ регулярно превышали отметку в 2,0 трлн руб.
- Жесткая лимитная политика ЦБ является отражением опасений регулятора в отношении ускоренного расходования бюджетных средств в текущем году. Так, в октябре представители ЦБ отмечали, что сокращение задолженности банков перед регулятором в текущем году (общий долг сектора перед Банком России сократился с начала 2015 г. с отметки в 7,5 трлн руб. до 3,5 трлн руб. ко второй половине года) происходит за счет активного расходования средств из Резервного и суверенных фондов. Приток бюджетной ликвидности ЦБ компенсируется снижением объема собственных кредитных операций. Риторика представителей ЦБ позволяет судить о том, что форсированное расходование средств резервного и суверенных фондов с точки зрения регулятора несет в себе прежде всего инфляционные риски (как минимум, на период до конца 2015 и в 2016 гг.), для нейтрализации которых может возникнуть необходимость подключения инструмента валютных интервенций. В этих условиях ЦБ вполне может «пожертвовать» смягчением процентной политики в пользу сохранения международных резервов.
  - На очередном заседании в конце октября Банк России принял решение оставить ключевую ставку на прежнем уровне в 11% годовых. Свое решение регулятор обосновал сохранением значительных инфляционных рисков, подчеркнув при этом, что инфляционные ожидания остаются на повышенном уровне. В свою очередь, снижение годовых темпов инфляции в октябре до 15,6% с 15,8% в августе Банк России охарактеризовал как незначительное.
  - Однако, несмотря на то, что надежды участников рынка на снижение ключевой ставки не оправдались, пресс-релиз регулятора содержал целый ряд весьма обнадеживающих моментов. В частности, хотя Банк России и не понизил ставку из-за значительных инфляционных рисков, баланс этих рисков и рисков охлаждения экономики, по мнению регулятора, существенно не изменился. Кроме того, в отличие от предыдущих пресс-релизов, в этот раз ЦБ добавил фразу о том, что «по мере замедления инфляции в соответствии с прогнозом возобновит снижение ключевой ставки на одном из ближайших заседаний», а прогнозы у ЦБ остаются по-прежнему оптимистичными. Так, в начале 2016 года регулятор все так же ожидает значительное снижение годовой инфляции, в октябре 2016 года темп прироста потребительских цен составит менее 7%, а в 2017 году достигнет целевого уровня в 4%.



Помимо надежд, связанных с дальнейшим снижением инфляции, регулятор также отметил наметившиеся признаки замедления спада в экономике.

- ▣ Таким образом, шансы на снижение ключевой ставки еще на 0,5 п.п. на следующем заседании 11 декабря остаются вполне реальными. Однако, по нашему мнению, для этого потребуются замедление недельных темпов инфляции до 0,1%, как минимум, в течение 3-х недель подряд накануне заседания.
- ▣ **Валютный рынок.** В октябре рублю все-таки удалось закрепиться в паре с долларом ниже 65 руб., однако внутри диапазона 61-65 руб. сохранялось весьма волатильное движение. С одной стороны, внешняя обстановка большую часть октября выглядела более благоприятной, чем в сентябре, когда рублю не удавалось уйти из диапазона 65-69 руб., с другой — ключевые внешние факторы, влияющие на валютный рынок, по-прежнему неоднозначны. Так, цена на нефть хоть и остается уже длительный период в районе 50 долл. за баррель, все же большую часть времени проводит ниже данной отметки, а все попытки закрепиться выше, в основном, ограничиваются внутрисуточными колебаниями. В свою очередь, хотя процентная ставка ФРС так и не была повышена, это обстоятельство оказывает совсем незаметную поддержку рынкам в сравнении с тем давлением, которое исходит от сохраняющихся рисков повышения ставки в ближайшем будущем.
- ▣ Внутренние факторы, на наш взгляд, не несут угроз для рубля до конца года. Несмотря на то что, ключевая ставка не была изменена, ЦБ, по сути, пообещал ее снизить на одном из ближайших заседаний. В результате, к декабрю, когда состоится очередное заседание регулятора, инвесторы могут вновь повысить свой интерес к рублевым процентным инструментам и соответственно к отечественной валюте, чтобы успеть получить все еще привлекательную доходность до снижения ставок. В свою очередь, повышенного спроса на валютную ликвидность в связи с крупными погашениями внешнего долга в конце года можно не ожидать, так как фактические платежи, по данным ЦБ, вдвое меньше суммы по графику погашения, а сами банки и компании уже располагают необходимым объемом валютной ликвидности, которая будет дополняться предстоящими поступлениями по текущему счету платежного баланса и валютным рефинансированием в ЦБ при необходимости.
- ▣ Мы полагаем, что в случае дальнейшего увеличения опасений в отношении повышения процентной ставки ФРС или при ее фактическом повышении до конца года,



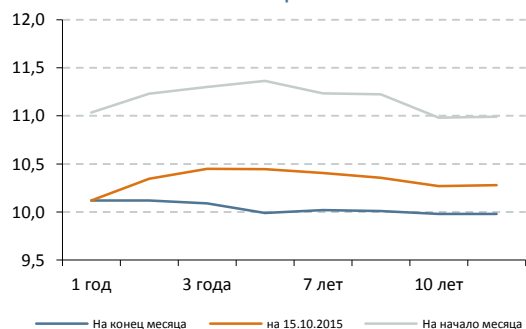
пара доллар/рубль может вновь обосноваться в диапазоне 65-69 руб. Если повышение ставки вновь будет отложено, потенциалом для укрепления рубля в паре с долларом является диапазон 61-62 руб., тогда как укрепление до 60 руб. возможно лишь в случае роста нефтяных цен до 55 долл. за баррель.

■ **Долговой рынок.** В октябре на внутреннем рынке продолжилось ралли на ожиданиях снижения ключевой ставки ЦБ. Аналогичная динамика наблюдалась и в рубле вопреки неудавшейся попытке нефти пробить сопротивление на уровне 50 долл., что было связано с притоком иностранного капитала на рынок. Вкупе с немалым спросом со стороны резидентов, это позволило кривой ОФЗ достичь отметки в 10% годовых, а в моменте доходность опускалась и ниже. Тем не менее, ЦБ не смог оправдать надежды участников, лишь намекнув на скорое возобновление снижения ставки. Принимая во внимание также факт снижения нефти в конце октября, рублевые суверенные займы, по нашему мнению, в начале ноября выглядят сильно перекупленными. **Мы полагаем, что в текущий момент такие риски, как укрепление рубля на фоне стагнирующей нефти, большой объем погашения внешнего долга в декабре и бездействие со стороны ЦБ перевешивают потенциал роста ОФЗ на ожиданиях снижения инфляции в будущем. Поэтому мы полагаем, что в ноябре сегмент ОФЗ ожидает коррекция как минимум на 50-100 б.п.** Вместе с тем, важным триггером останется нефть. В случае ее выхода вверх из диапазона 47-50 долл., мы полагаем, что шансы на скорое смягчение политики ЦБ и снижение инфляции повысятся, следовательно, у ОФЗ появится потенциал дальнейшего небольшого роста.

■ Вопреки нашим ожиданиям, октябрь выдался богатым на первичные размещения. Снижение доходности ОФЗ до 10%, долгое отсутствие новых займов на рынке и относительно спокойный внешний новостной фон позволили эмитентам проводить весьма успешные заимствования. Всего на рынок в прошлом месяце вышло около 30 займов преимущественно компаний 1-го эшелона. **Однако стоит заметить, что повышенный спрос на первичные займы и ожидания дальнейшего снижения доходности ОФЗ позволяли эмитентам выставлять агрессивные ставки купона. Поэтому на текущий момент, мы не видим потенциала среднесрочного роста в новых займах.** Например, Мегафон (Ba1/BB+/BB+) БО-5 уже торгуется с премией около 100 б.п., Силовые машины (NR) БО-1 и БО-2 – 200 б.п., Вымпелком (Ba3/BB/-) БО-3 – 150 б.п.

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

Изменение кривой ОФЗ за месяц



Источники: данные бирж; оценка: Veles Capital



## 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  
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

Михаил Абрамов  
Металлургия  
MAbramov@veles-capital.ru

Артур Навроцкий  
Долговые рынки  
ANavrotsky@veles-capital.ru

---

Россия, Москва, 123610,  
Краснопесненская 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