

## Макроэкономическая конъюнктура

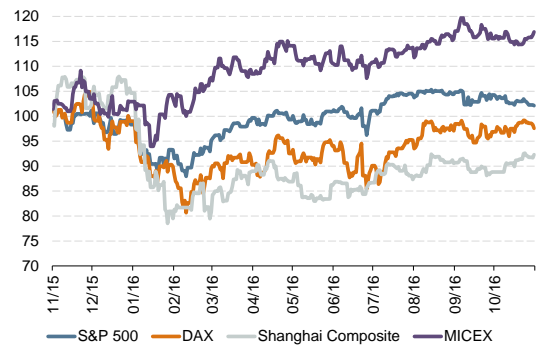
*Все самое интересное впереди...*

### США

Новостной фон относительно будущего монетарной политики США в последние месяцы закономерно усилился, достигая пика накануне заседаний Комитета по открытым рынкам. Выступления представителей Федрезерва оказались весьма противоречивыми, в то же время все больше членов правления FOMC стали придерживаться «ястребиной» риторики. Главы ФРБ Бостона, Сан-Франциско и Далласа высказались за скорейшую необходимость повышения ключевой ставки. Аналогичным взглядам следует и замглава ФРС Стенли Фишер. Позитивная динамика таких ключевых индикаторов как уровень безработицы и темп роста инфляции послужила основным доводом в пользу этого. Однако данная позиция по-прежнему не смогла набрать силу. По данным The Wall Street Journal, сразу перед сентябрьским заседанием ФРС большинство экономистов (87%) не ждали повышения базовой процентной ставки.

**Опорное заседание американского регулятора, как и ожидалось, сюрпризов не преподнесло.** ФРС США по итогам встречи 20-21 сентября оставила процентную ставку по федеральным кредитным средствам (federal funds rate) в целевом диапазоне 0,25-0,50% годовых. В то же время в комментариях во время последующей пресс-конференции глава ФРС Джанет Йеллен неоднократно указала на возросшую вероятность ужесточения денежно-кредитных условий до конца года, дав позитивный прогноз состоянию американской экономики. Выходящая впоследствии макроэкономическая статистика все чаще стала свидетельствовать о позитивных тенденциях в сфере восстановления американской экономики. Так, уровень безработицы по итогам сентября 2016г. достиг 5%, в то время как индекс роста цен составил рекордные 1,5%. В дополнении к этому стоит упомянуть динамику реального ВВП, чей годовой рост во 2 квартале 2016 г. составил 1,4% (0,8% в 1К16г.).

Движение фондовых индексов  
(01 ноября 2016 = 100)



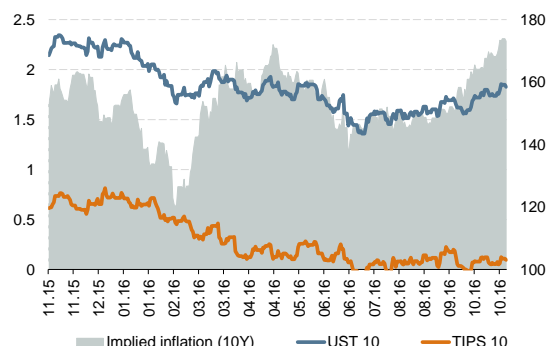
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Стоимость валют ЕМ к доллару  
(01 ноября 2016 = 100)



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Ожидания инфляции в США



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



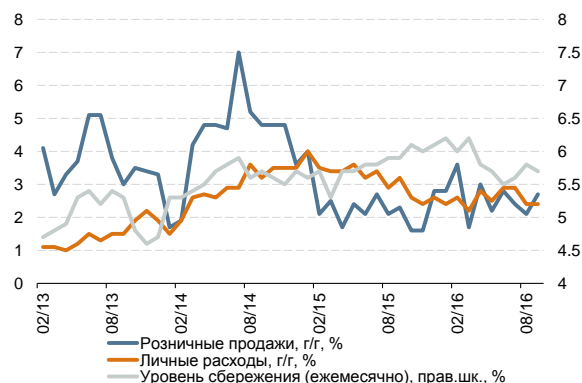
Традиционно накануне ноябрьского заседания ФРС произошла публикация **Beige Book** ("Бежевая книга"), регионального обзора с конца августа по первую декаду октября. Как и в прошлый раз в нем отмечается сдержанный либо умеренный рост экономической активности в большинстве федеральных округов США. Впрочем, укрепление американской валюты негативно сказывается на экспортноориентированных отраслях. Такие показатели как объем потребительских расходов и розничные продажи имели неоднородную динамику за период. В то же время потребительские цены демонстрировали сдержанный рост. Также отмечалось небольшое увеличение активности в перерабатывающем секторе и умеренный рост продаж жилья. Занятость, как и заработные платы, продолжили улучшаться практически во всех округах. Иными словами, макроэкономическая статистика продолжила фиксировать постепенное восстановление американской экономики. В то же время в краткосрочной перспективе возросла неопределенность в связи с президентскими выборами, вынуждающая откладывать принятие бизнес-решений.

Итоги президентской кампании окончательно станут известны 8 ноября, когда Хиллари Клинтон либо Дональд Трамп сменят действующего президента Барака Обаму. Согласно общественному мнению, по итогам прошедшей серии теледебатов во всех трех раундах большинство американцев отдадут предпочтение кандидату от демократической партии.

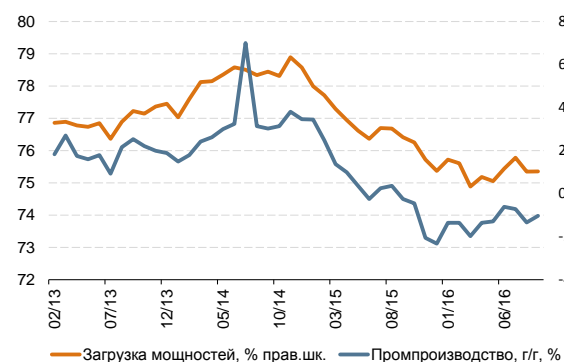
Возможная победа демократов может вызвать у рынков приток оптимизма. Инвесторы считают Трампа более непредсказуемым, в то же время Клинтон позиционируется как более понятный кандидат. Монетарная политика, проводимая республиканцами, также традиционно является более агрессивной. В случае прихода к власти Дональда Трампа велика вероятность масштабных кадровых перестановок в ФРС и лоббирования более быстрых темпов увеличения ставки рефинансирования.

Решение по денежно-кредитной политике будет опубликовано 2 ноября, которое, по нашему мнению, окажется без сюрпризов. Главной причиной этому послужит все та же неясность с кандидатурой на первый пост страны. Вместе с тем вне зависимости от того, кто в итоге одержит победу, инвесторам все отчетливее становится понятно, что эра ультрамягкой политики ФРС близка к своему завершению. Текущие фьючерсы на ставку ФРС указывают на более чем 70%-ную вероятность ее повышения в конце этого года. Таким образом, главная неизвестная кроется в том, как

### В США склонность к сбережениям постепенно снижается...



### Производство США все еще в стагнации



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

### Настроения домашних хозяйств



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



часто регулятор будет прибегать к ужесточающим мерам в следующем году. Помимо состояния ключевых макроэкономических индикаторов важную роль будут играть бюджетная политика и возможное увеличение госрасходов, которые определит новый глава Белого Дома.

## Россия

- ✍ **Формирование бюджета России до конца года и на ближайшие несколько лет стало одной из главных тем обсуждения последних двух месяцев.** Согласно предварительным данным, состояние федерального бюджета в сентябре оставалось напряженным, поскольку сокращение доходов за январь-сентябрь составило 8,4% в годовом выражении. В результате объем доходной части выполнен лишь на 67,6% против 81% годом ранее.
- ✍ Ухудшение макроэкономических условий для страны вынудило Минфин, что было ожидаемо, подготовить поправки к федеральному бюджету на 2016 г. Предполагается снижение доходов на 370 млрд руб., связанное главным образом с выпавшими поступлениями нефтегазового сектора (исполнено на 56,6% за январь-сентябрь 2016 г. против 79% годом ранее аналогичного периода) из-за низких рублевых цен на нефть. Расходы повышены на 300 млрд руб. на фоне увеличения затрат на оборону (+170 млрд руб.). При этом Минфин планирует неравномерно сократить расходы по другим статьям для балансирования бюджета. Также, планируется увеличение чистого заимствования на локальном рынке с 300 до 500 млрд руб.
- ✍ Как известно, основными источниками покрытия дефицита бюджета являются средства резервного фонда, заимствования на долговом рынке и поступления от приватизации госкомпаний. Последний пункт находится в подвешенном состоянии, так как среди крупных сделок удалось только продать долю в Башнефти (~ +329 млрд руб.) и Алросе (+52,2 млрд руб.). Кроме того, правительство все еще намерено найти покупателя для частичной приватизации Роснефти, однако успеет ли оно реализовать свой план до конца года, пока неясно. На данный момент рассматривается альтернативный вариант в виде выкупа Роснефтью собственных акций (19,5% за 700 млрд руб.) у Роснефтегаза с последующей перепродажей потенциальным инвесторам в будущем году. Между тем, если не удастся вовремя реализовать идею с приватизацией, Минфин в качестве страховки просит разрешения Правительства России (исходя из поправок в бюджет на 2016 г.) дополнительный 1 трлн руб. из суверенных фондов. В случае реализации



данного сценария приток бюджетных средств в банковскую систему до конца года окажется огромным, что осложняет задачу ЦБ РФ по стерилизации избыточной ликвидности. В то же время это позитивно скажется на котировках ОФЗ, опустившихся до уровня августа после серьезных распродаж в октябре, и стоимости размещения госбумаг для Минфина.

■ **Минфин и Правительство РФ вернулись к формированию бюджетной политики на предстоящий трехлетний срок.** Предварительные параметры указывают на консервативный подход ведомства, поскольку на период 2017-2019 гг. цена на нефть марки Urals заложена по 40 долл. за барр. при курсе российской валюты в диапазоне 67-71 руб. за долл. В этом случае рублевая стоимость нефти должна варьироваться в пределах 2680 – 2840 руб. Доходная часть к концу 2019 г. опустится до 15% ВВП по сравнению с 16,1% ВВП в прогнозном 2016 г. Сокращение произойдет за счет нефтегазовых поступлений, однако ненефтегазовые останутся устойчивыми на ближайшие три года – около 9,6-9,7% ВВП. Стабильность налоговых поступлений будет определяться дополнительными мерами по мобилизации доходов в бюджет. Во-первых, планируется увеличение нормы дивидендных выплат государственными компаниями с 25 до 50%. Во-вторых, завершится «налоговый маневр», что означает рост ставок по НДС и отмену экспортных пошлин. В-третьих, в качестве пилотного проекта будет введен налог на добавленный доход (НДД) нефтяной отрасли. Совокупные расходы бюджета к концу 2019 г. опустятся до 16,1% ВВП по сравнению с 19,8% ВВП в прогнозном 2016 г. Компонентная разбивка немного разочаровывает, так как статьи издержек (производственные направления), ориентированные стать драйвером роста экономики, изменились незначительно. Вместе с тем дефицит бюджета через три года будет покрываться на 90% за счет долгового финансирования (рублевого и валютного) по причине исчерпания резервного фонда в следующем году и снижения объема средств в ФНБ к концу 2019 г.

■ **Согласно предварительным данным Банка России, сальдо счета текущих операций за 9М16 составило 15,6 млрд долл.,** сократившись на 71% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (здесь и далее г/г, или за 9М16, если иное не указано) вследствие значительного падения профицита торгового баланса на 47% до 63,1 млрд долл. при одновременном снижении темпов падения импорта. При этом в 3К16 отмечен рост импорта на 4,7% против его сокращения в двух предыдущих кварталах нынешнего года.

### Предварительные параметры федерального бюджета на 2017-2019 гг.

	Трлн руб.			% ВВП		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
<b>Доходы:</b>	<b>13,43</b>	<b>13,98</b>	<b>14,82</b>	<b>15,5</b>	<b>15,2</b>	<b>15</b>
нефтегазовые	5,02	5,13	5,37	5,8	5,5	5,4
ненефтегазовые	8,41	8,85	9,45	9,6	9,6	9,6
<b>Расходы</b>	<b>16,18</b>	<b>15,97</b>	<b>15,96</b>	<b>18,6</b>	<b>17,3</b>	<b>16,1</b>
<b>Дефицит(-)/профицит(+)</b>	<b>-2,75</b>	<b>-1,99</b>	<b>-1,14</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,2</b>

Источники: предварительные  
данные к проекту федерального закона  
«О федеральном бюджете на 2017 г.  
и на плановый период 2018-2019 гг.»;  
оценка: Велес Капитал

### Базовый прогноз ключевых показателей на 2017-2019 гг.

	2017	2018	2019
ВВП, трлн руб.	86,8	92,2	98,8
Средняя цена нефти марки Urals, долл./барр.	40,0	40,0	40,0
Средняя стоимость рубля к доллару	67,5	68,7	71,1

Источники: предварительные  
данные к проекту федерального закона  
«О федеральном бюджете на 2017 г.  
и на плановый период 2018-2019 гг.»;  
оценка: Велес Капитал



Восстановление импорта стало следствием устойчивости российской валюты и некоторого улучшения ситуации в экономике. Отрицательное сальдо баланса услуг сжалось на 40% до -18,2 млрд долл., оказав поддержку профициту счета текущих операций, поскольку дефицит баланса инвестиционных доходов изменился незначительно – падение составило лишь 10% до -23,3 млрд долл.

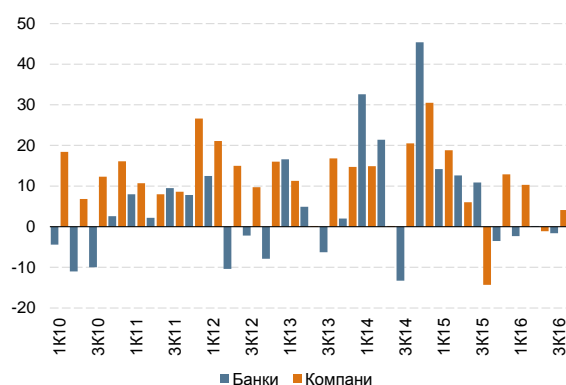
Сокращение текущего счета сопровождалось одновременным сжатием дефицита финансового счета. Отток капитала из частного сектора уменьшился в пять раз до -9,6 млрд долл. Основное влияние пришлось со стороны погашения внешних обязательств банков перед нерезидентами (-19,7 млрд долл.), хотя годом ранее аналогичного периода этот объем составил -50,6 млрд долл. По итогам девяти месяцев приток валюты в страну немного сократился из-за падения доходов от внешней деятельности, тем не менее, устойчивость национальной валюты была обеспечена восстановлением нефтяных котировок.

**Динамика рубля до конца года с фундаментальной точки зрения будет зависеть от ситуации на глобальных рынках.** Давление со стороны выплат по внешним долгам, по нашему мнению, окажется ограниченным главным образом за счет того, что около 50% (4,5 млрд долл.) платежей (ноябрь-декабрь) приходится на внутригрупповые займы среди 30-ти крупнейших заемщиков, оставшаяся часть выплат на ближайшие два месяца (~ 9 млрд долл.) покрывается по текущему счету. В то же время большой приток портфельных инвестиций (2 млрд долл. за 3К16) на локальный рынок гособлигаций и вероятное ужесточение монетарной политики ФРС создают риски по обратному оттоку средств по причине фиксации длинных позиций нерезидентами. Вследствие этого, мы не видим причин по дальнейшему укреплению рубля с позиции предстоящих результатов платежного баланса.

## Нефть

Глава Минэнерго сообщил о возможном увеличении добычи РФ до нового рекорда в 548 млн т. в 2017 году. По прогнозу, она вырастет на 4 млн тонн за год, а дневная выработка нефти увеличится примерно на 700 тыс. барр. до 11,31 млн баррелей. Таким образом, Россия может стать первой страной по добыче нефти в мире, которая не входит в ОПЕК. Кроме этого, комментарий руководства Роснефти о возможности увеличить добычу в России на 200 млн тонн в год или на 4 млн баррелей в день, может нарушить запланированное соглашение ОПЕК по ограничению

Чистый ввоз (-) / вывоз (+) капитала



Источники: Банк России; оценка: Велес Капитал

График предстоящих платежей по внешним долгам 30 крупнейших заемщиков

Млн долл.	2016		2017		
	Ноябрь	Декабрь	Январь	Февраль	Март
Общие предстоящие выплаты	3 194	2 749	1 285	2 064	11 958
Чистые выплаты	2 638	1 938	975	1 599	7 198
Доля внутригрупп. финансирог	17%	29%	24%	23%	40%

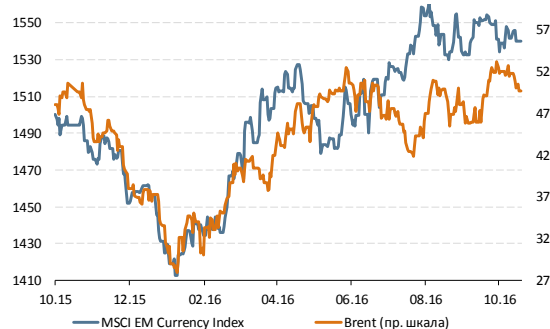
Источники: Банк России; оценка: Велес Капитал



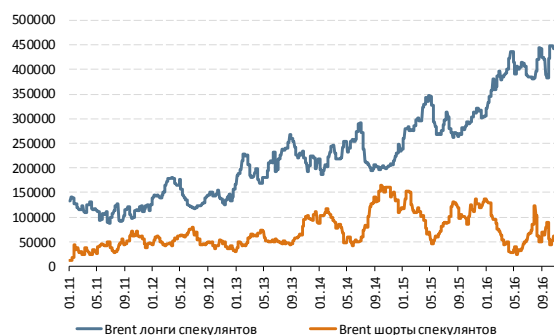
добычи.

- Стоит отметить, что столь масштабный рост добычи возможен лишь в долгосрочном периоде до 2045 года, то есть через 30 лет. Однако заявление менеджмента крупнейшей российской нефтяной компании с участием государства может свести на нет усилия по стабилизации нефтяного рынка. В рамках картеля, ОПЕК прорабатывает снижение добычи на 200-700 тыс. баррелей, чтобы снизить производство нефти до уровня начала 2016 года - 32,5-33 млн барр. в сутки, однако без участия России им не удастся достигнуть желаемых целей. Кроме этого, в самом картеле такие страны как Иран, Ливия и Нигерия вполне могут компенсировать заявленные объемы сокращений, ведь ОПЕК решила не ограничивать их производство.
- В рамках дорожной карты страны ОПЕК пытались договориться заморозить свою добычу на текущем уровне, но говорить о сокращении производства нефти даже в рамках ОПЕК пока рано. На предварительной встрече в Вене страны-экспортеры так и не смогли договориться о снижении либо заморозке объемов своей добычи, учитывая позиции Ирана и Ирака, которые не намерены сокращать свою добычу. На фоне этого страны, не входящие в ОПЕК, воздержались от каких-либо предложений по заморозке добычи, пока не будет выработана договоренность в самом картеле.
- Стоит отметить, что добыча в Ираке сейчас находится на своем максимуме в 4,35 млн барр. в сутки, поэтому страна вряд ли сможет предоставить рынку дополнительный объем нефти. Однако Иран, который наращивает добычу после эмбарго, вполне способен нарастить свои мощности еще на 200-400 тыс. баррелей в сутки.
- Многие страны-экспортеры хотят стабилизировать стоимость нефти, а также сохранить свою на рынке, что в принципе нереалистично в текущей ситуации. Даже заморозка добычи на данный момент не изменит существующий профицит предложения нефти над спросом, который составляет порядка 1,5 млн барр в день.
- Кроме этого, запасы нефти в мире находятся на своих исторических максимумах, в Кушинге они составили 468,2 млн баррелей в конце октября, а запасы в Китае по данным СМИ равны примерно 900 млн баррелей, т.е. в совокупности порядка 1,37 млрд баррелей продолжают давить на рынок.
- С другой стороны, даже если основным крупным странам-производителям удастся договориться и реально снизить добычу, то рост нефтяных котировок

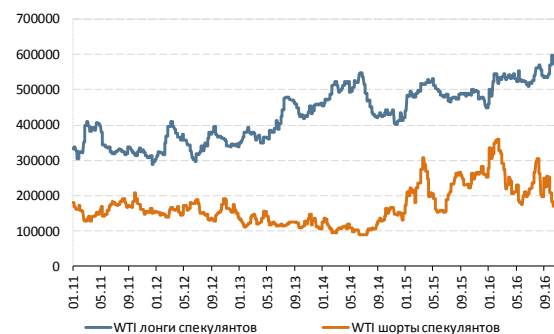
### Основные индикаторы рынка нефти



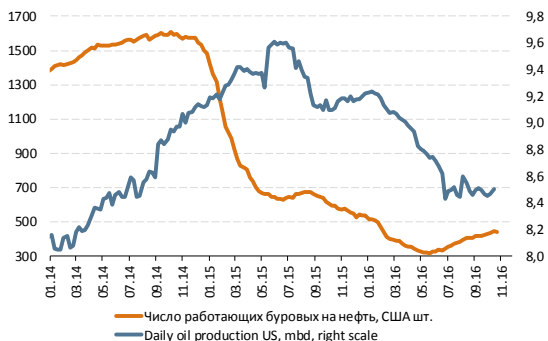
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



будет стимулировать сланцевые нефтяные компании вновь развернуть свое производство и дать рынку еще 1 млн барр. в день, что вернет цену на прежний уровень. Учитывая рост предложения, которое может опережать спрос на 1 млн баррелей следующем году, крупные страны-экспортеры могут лишь потерять свою долю на рынке в сложившихся условиях. Стоит отметить, что замедление мировой экономики, которое выражено в падении спроса, также негативно влияет на нефтяной рынок. Ведь крупные производители используют меньше энергоресурсов в производстве и транспортировке товаров, учитывая снижение их потребления.

- Стоит отметить рост длинных позиций спекулянтов в конце октября до максимального исторического уровня при постепенном увеличении коротких позиций. Данная динамика может свидетельствовать о возможном развороте стоимости нефти, учитывая явную перекупленность на рынке товарных фьючерсов и опционов. Последний раз такая ситуация наблюдалась в мае 2015 года, перед постепенным снижением стоимости нефти с 65 до 48 долл. за барр. в течение трех месяцев. При этом данная модель эффективно работает в своих экстремумах, которых как раз сейчас и достиг рынок. Это не удивительно, так как часть инвесторов может закладывать риск разногласий ОПЕК и срыв переговоров по сокращению добычи в текущих условиях. В будущем стоит ожидать сокращения длинных позиций по нефти и увеличения шортов, учитывая текущую ситуацию переизбытка предложения.
- В силу разногласий в ОПЕК, а также роста мировых запасов нефти, вполне возможно, что стоимость нефти закрепится ниже 50 долларов за баррель в краткосрочной перспективе до месяца, а переломным моментом в ценообразовании станет встреча ОПЕК в конце ноября. В случае ее провала, стоимость нефти может откатиться до 45 долл. за баррель, ведь при таких условиях рост добычи не позволит сбалансировать рынок вплоть до второй половины 2017 года.

## Фондовый рынок

- **Ноябрь обещает стать крайне волатильным месяцем для российского фондового рынка.** Во-первых, уже в первой половине ноября пройдут выборы в США. При этом последние опросы, не выявившие явного лидера, могут добавить нервозности инвестором в преддверии подведения итогов голосования. Вместе с тем, в случае победы Трампа, инвесторы могут резко пересмотреть свои ожидания относительно сроков и темпов повышения ставки ФРС, поскольку монетарная



политика, проводимая республиканцами, традиционно является более агрессивной.

- ✎ Не менее значимым для российского фондового рынка станет официальная встреча членов ОПЕК, которая пройдет 30 ноября. С учетом того, что на технической встрече в конце октября так и не были обозначены решения по уровням заморозки, **инвесторы будут находиться в подвешенном состоянии относительно перспектив как самого рынка нефти, так и цен на черное золото.** До официальной встречи в Вене будут проходить дополнительные переговоры между представителями стран крупнейших нефтедобывающих стран, которые будут добавлять волатильности котировкам нефти. В свою очередь, **волатильности цены на нефть вкупе с неопределенностью относительно итогов предстоящего заседания представителей картеля будут оказывать негативное воздействие на российский фондовый рынок в течение всего месяца.**
- ✎ Еще одним источником повышенной волатильности как для российского, так и для мировых фондовых рынков в ноябре может стать приближение декабрьского заседания Комитета по открытым рынкам. Вероятность, закладываемая участниками рынка в повышение ставки ФРС, превышает 70%.
- ✎ **Мы рекомендуем обратить внимание на обыкновенные акции Башнефти, которые продолжают торговаться с дисконтом относительно цены возможного выкупа.** В конце октября Роснефть, которая приобрела 60,2% обыкновенных акций Башнефти, направила Банку России обязательное предложение о выкупе акций у миноритариев Башнефти. Согласно законодательству, в случае оферты Роснефть будет обязана выкупить акции Башнефти по цене приватизации или по стоимости 3700 руб. за обыкновенную акцию, что подразумевает премию в 12% относительно рыночных котировок.
- ✎ **Еще одним нашим фаворитом являются акции Интер РАО, которые могут быть включены в индекс MSCI Russia по итогам ноябрьской ребалансировки** (14 ноября будут объявлены результаты ребалансировки, которые вступят в силу 1 декабря). С учетом роста капитализации компании с начала года, а также увеличением free float после выходы из капитала компании UCP (8,7%) у акций есть все шансы для включения в индекс. В таком случае приток со стороны пассивных фондов в акции компании может составить до 120 млн долл и превысит 15х дневных объемов.
- ✎ **Мы полагаем, что котировки РусГидро не отыграли в полной мере публикацию сильных операционных результатов за 3 кв. и 9 мес., а также отчетность по**



РСБУ за аналогичный период. Мы считаем, что компания завершит год, превысив ожидаемые финансовые результаты, что напрямую повлияет на будущие дивиденды.

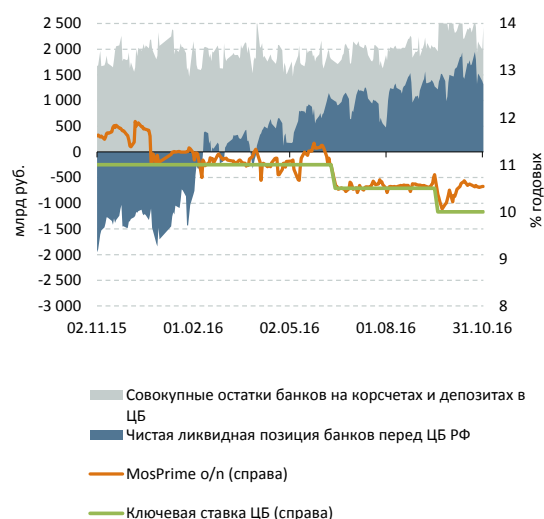
- Акции МТС, упавшие со своих июньских максимумов уже на 18% в связи с потенциальным введением антитеррористических законопроектов, **могут стать одной из наиболее интересных дивидендных идей.** Совокупные годовые дивиденды (25-26 руб./акцию) предполагают доходность в 11,3-11,7%. Еще одним поводом для роста интереса у инвесторов к акциям компании станет программа обратного выкупа, предполагающая выкуп с рынка на 4,9 млрд руб. в диапазоне 199-229 руб./акцию.

## Денежный рынок

- В течение последнего месяца средние остатки банков на корсчетах в ЦБ прочно обосновались в районе 2 трлн руб., что можно считать максимальным уровнем ликвидности с начала 2016 года. В такой ситуации Банк России целенаправленно пошел на фактическое ужесточение денежно-кредитных условий. За последние 2 месяца регулятор провел лишь один аукцион прямого РЕПО, перейдя на еженедельной основе к депозитным аукционам по абсорбированию ликвидности. Еще несколько месяцев назад ЦБ рассматривал применение депозитных аукционов лишь на периодической основе для поддержания стоимости фондирования на рынке не ниже уровня ключевой ставки. Теперь же регулятор не «стесняется» абсорбировать ликвидность даже в «пиковые» дни налогового периода. В результате ЦБ не просто «отложил» дальнейшее снижение ставок «в долгий ящик», но и вдобавок фактически стимулирует рост стоимости ликвидности для банковского сектора. Среднее значение индикативной ставки MosPrime o/n в первой половине октября (до начала налогового периода) находилось вблизи 10,5% годовых. Почти на этом же уровне ставка пребывала и в первой половине сентября до заседания ЦБ, хотя непосредственно после решения о снижении ключевой ставки MosPrime o/n опускалась почти до 10% годовых. Более того, в октябре можно было наблюдать достаточно резкий «разворот» в стоимости банковских депозитов. Так, во 2-й декаде месяца максимальная процентная ставка по вкладам крупнейших игроков в российских рублях, рассчитываемая ЦБ, выросла на 0,13 п.п. (до 8,79% годовых), что стало максимальным приростом с декабря 2015 г. (+0,16 п.п.).

- Подобные действия ЦБ не позволяли рассчитывать на какое-либо улучшение его риторики по итогам очередного заседания в конце октября. Так и

Показатели рублевой ликвидности



Источник: данные ЦБ; оценка: Велес Капитал



оказалось: ключевая ставка не была изменена, а ЦБ не дал никаких поводов для оптимизма. Наблюдаемое снижение инфляции, по мнению ЦБ, во многом обусловлено временными факторами, в том числе укреплением рубля при более высоких, чем ожидал регулятор, ценах на нефть. Текущие денежно-кредитные условия вполне устраивают Банк России: ставки, с одной стороны, остаются привлекательными для сбережений, а с другой — не разгоняют кредитование с соответствующими инфляционными рисками. В целом же ЦБ по-прежнему видит риски в достижении необходимого уровня инфляции на конец 2017 г. в 4%, поэтому вероятность снижения ключевой ставки появится не раньше 1-2 квартала следующего года.

- В свою очередь, мы по-прежнему полагаем, что даже в случае снижения инфляции к концу 2016 г. в рамках прогноза ЦБ (5,5-6,0%) регулятор не изменит позицию по ставке. Более того, если ЦБ и смягчит процентную политику в 1-м полугодии 2017 г., он может ограничиться минимальным шагом снижения ключевой ставки на 0,25 п.п. или вовсе отложить снижение вплоть до конца полугодия.

## Валютный рынок

- На валютном рынке с начала октября рубль в паре с долларом двигался в достаточно узком диапазоне — 62-63 руб., выходя из его границ лишь на краткосрочные периоды. Отечественная валюта, с одной стороны, встречала явное сопротивление при попытках отобрать у доллара рубеж в 62 руб., с другой стороны — демонстрировала завидную устойчивость при коррекции нефтяных котировок ниже 50 долл. за баррель, не позволяя американской валюте надолго задерживаться выше 63 руб.
- До конца 2016 г. финансовые рынки будут оставаться под угрозой рисков ужесточения процентной политики ФРС. Данная ситуация будет одновременно поддерживать доллар в паре со всеми основными валютами и оказывать давление на рынок сырья. Тем не менее, дальнейшее сокращение оттока капитала из РФ и корпоративного внешнего долга российских компаний и банков будут нивелировать негативный эффект для рубля даже в случае снижения профицита торгового баланса. В свою очередь, обещание Банка России сохранять ключевую ставку на текущем уровне поддерживает привлекательность рублевых активов по сравнению с отрицательными доходностями на внешних рынках. В данных условиях до конца года мы не исключаем кратковременного укрепления доллара к рублю в диапазон 64-65 руб., однако в целом ожидаем сохранения курса на уровне 62,0-63,0 руб.

Показатели валютных торгов



Источник: данные ЦБ, Мосбиржи; оценка: Велес Капитал



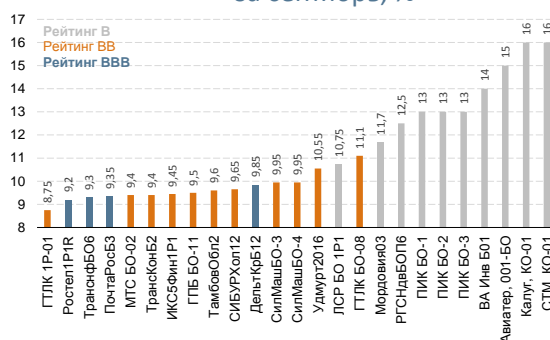
## Долговой рынок

В сентябре локальный рынок государственного долга показал хорошие результаты, поскольку основная часть ликвидных обязательств подорожала в рублях примерно на 1%. После незначительной коррекции в июле ОФЗ непрерывно повышались в стоимости за счет поступления бюджетной ликвидности в банковскую систему, замедления темпов роста потребительской инфляции и устойчивости российской валюты. Однако по итогам октября ситуация изменилась кардинально. Кривая федеральных займов существенно скорректировалась вверх, и доходности выпусков вернулись на уровень начала августа, когда Банк России возобновил цикл смягчения монетарной политики. В абсолютном выражении октябрь стал наихудшим месяцем с начала второго квартала 2016 г., так как долгосрочные ОФЗ подешевели в среднем на 1,5% без учета купонного дохода. Для некоторых инвесторов, по нашему мнению, сегодняшние уровни могут стать привлекательными для вхождения в отечественный долг на 12-ти месячный горизонт инвестирования на фоне значительного поступления ликвидности в банковскую систему в течение ближайших полутора лет, несмотря на рост первичного предложения.

Для инвесторов, ориентированных на получение спекулятивной прибыли в течение 2-3 месяцев, существуют риски снижения стоимости федеральных займов или в лучшем случае их консолидации на текущих отметках. Во-первых, в третьем квартале мы наблюдали большой приток иностранного капитала в сектор. Об этом подтверждают предварительные данные платежного баланса, в которых отмечен рост портфельных инвестиций на вторичный рынок в размере 2 млрд долл. Во-вторых, концентрация иностранных средств в ликвидных выпусках, по нашим оценкам, составляет около 40%. Масштаб держателей государственного долга среди нерезидентов вынуждает нас с осторожностью отнестись к перспективам возобновления роста котировок до конца года. Вместе с тем кривая ОФЗ может получить поддержку со стороны локальных участников в случае возникновения негативного тренда, однако все зависит от того, когда произойдет очередной этап финансирования дефицита бюджета. Напомним, что до конца года Минфин может израсходовать средства суверенных фондов в размере свыше 1,4 трлн руб., если правительство не успеет выполнить план по приватизации Роснефти.

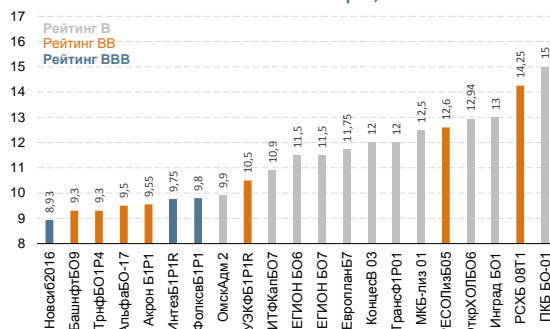
Коррекция на рынке ОФЗ сопровождалась ростом доходности корпоративных бумаг, тем самым,

## Купонные ставки первичного размещения за сентябрь, %



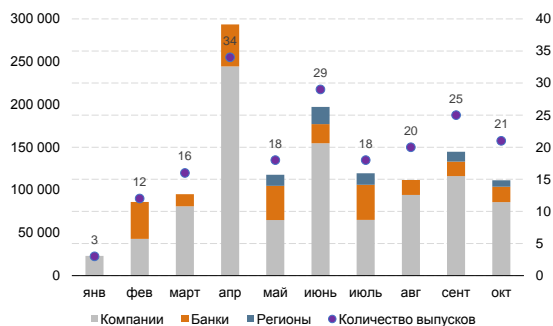
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

## Купонные ставки первичного размещения за октябрь, %



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

## Объем размещения на первичном рынке с начала года, млрд руб.



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



**появилась хорошая возможность подобрать подешевевшие облигации.** Кроме того, рублевые доходности стали более привлекательными на фоне банковских депозитов, учитывая, что кредитное качество большинства эмитентов не ухудшалось. В этом случае мы видим интересные идеи при создании портфеля, состоящего из рублевых инструментов. Он подходит клиентам со свободной краткосрочной ликвидностью с дюрацией до одного года. **Нами отобраны несколько облигаций компаний и банков с хорошим кредитным рейтингом,** эмитенты которых способны, по нашему мнению, выполнить обязательства перед держателями корпоративного долга.

Сложившаяся конъюнктура на рынке привела к тому, что многие кривые корпоративных заемщиков имеют плоский (обычно до одного года) или наклонный вид, когда короткие ставки выше длинных за счет ожиданий инвесторов смягчения монетарной политики Банка России. Вследствие этого, игроки порой могут получить практически одинаковый доход вне зависимости от срока инвестирования. Вместе с тем инвестор, при вложении в долговые бумаги, берет на себе схожие риски в случае открытия депозита в этом же банке. Однако, если объем вложения превышает страховой лимит, то шансов для получения оставшейся суммы становится меньше. Впрочем, на рынке облигаций существует возможность частичной продажи бумаг эмитентов до отзыва лицензий (как показывает практика), что является неплохим преимуществом перед классическим депозитом. Тем не менее, чтобы избежать вышеперечисленных рисков, мы советуем ориентироваться на заемщиков первого эшелона, у которых доля в акционерном капитале частично принадлежит государственным структурам, и проводить диверсификацию портфеля для сглаживания процентного риска. Схожая тактика действий проводится при отборе облигаций компаний из реального сектора, однако на рынке также существует много эмитентов, не пользующихся федеральной поддержкой, чьи международные кредитные рейтинги находятся на уровне суверенного, и риски дефолта отсутствуют.

Артур Навроцкий, Ольга Николаева,  
Юрий Кравченко, Александр Костюков,  
Егор Дахтлер, Игорь Арнаутов,  
Иван Манаенко  
bonds@veles-capital.ru

### Три варианта портфеля облигаций

Бумага	YTM	Дюр.	Рейтинг	Доля
ВТБ БО-26	9,88	0,15	BB+	35%
ГазпромКО5	9,83	0,29	BB+	30%
Росбанк-А7	9,65	0,42	BBB-	20%
ЗенитБО-09	11,14	0,43	BB-	15%
<b>Портфель</b>	<b>10,11</b>	<b>0,28</b>		100%

Бумага	YTM	Дюр.	Рейтинг	Доля
ФСК ЭЭС-21	9,87	0,46	BBB-	40%
ВертолетБ2	9,7	0,54	BB+	20%
ГПБ БО-09	10,2	0,63	BB+	25%
Ростел 17	9,25	0,71	BBB-	15%
<b>Портфель</b>	<b>9,81</b>	<b>0,55</b>		100%

Бумага	YTM	Дюр.	Рейтинг	Доля
ЗенитБО-11	11,18	0,8	BB-	20%
НЛМК БО-13	9,57	0,92	BBB-	25%
Роснефть04	9,47	0,95	BB+	25%
Газпрнеф12	9,5	1,02	BBB-	30%
<b>Портфель</b>	<b>9,82</b>	<b>0,93</b>		100%

\* все выпуски включены в ломбардный список

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 2016 г.

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



## Департамент активных операций

---

Евгений Шиленков

Директор департамента активных операций

EShilenkov@veles-capital.ru

Павел Алтухов

Заместитель начальника управления операций на  
рынке акций

PAltukhov@veles-capital.ru

Екатерина Писаренко

Начальник управления

EPisarenko@veles-capital.ru

Оксана Теличко

Зам. начальника управления

OSolonchenko@veles-capital.ru

Антон Павлючук

Начальник отдела по работе с облигациями

APavlyuchuk@veles-capital.ru

Алена Шеметова

AShemetova@veles-capital.ru

Зам. нач. отдела по работе с облигациями

Мурад Султанов

Специалист по работе с еврооблигациями

MSultanov@veles-capital.ru

Михаил Мамонов

Начальник отдела по работе с векселями

MMamonov@veles-capital.ru

Ольга Боголюбова

Специалист по работе с векселями

OBogolubova@veles-capital.ru

Юлия Шабалина

Специалист по работе с векселями

YShabalina@veles-capital.ru

Тарас Ковальчук

специалист по работе с векселями

TKovalchuk@veles-capital.ru

## Аналитический департамент

---

Иван Манаенко

Директор департамента

IManaenko@veles-capital.ru

Игорь Арнаутов

Нефть и газ

Arnautov@veles-capital.ru

Юрий Кравченко

Банковский сектор, Денежный рынок

YKravchenko@veles-capital.ru

Артур Навроцкий

Долговые рынки

ANavrotsky@veles-capital.ru

Ольга Николаева

Долговые рынки

ONikolaeva@veles-capital.ru

Александр Костюков

Электроэнергетика, потребительский сектор

AKostyukov@veles-capital.ru

Егор Дахтлер

Финансовый сектор

EDakhtler@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](http://www.veles-capital.ru)

Cyprus, Nicosia

Kennedy, 23 GLOBE HOUSE, 5th floor 1075

Телефон: +357 (22) 87-33-27, факс: +357 (22) 66-11-64

[www.veles-int.com](http://www.veles-int.com)