

Макроэкономическая конъюнктура

Плохой мир лучше доброй войны

■ **Украина.** Давление украинского фактора в августе лишь усилилось. Россия сделала попытку охладить пыл европейских политиков по части санкций и ввела запрет на импорт продуктов питания, чем вызвала недовольство европейского бизнеса. В условиях слабого экономического роста некоторые страны даже потребовали от ЕС компенсации потерь из-за падения экспорта в Россию. Однако вскоре идеология санкций против России снова одержала верх. Украина публично обвинила Россию во введении войск на свою территорию, чем способствовала скорейшей разработке нового пакета санкций от ЕС. По информации СМИ, Евросоюз может расширить ограничение на доступ к финансированию с пяти госбанков до всех госкомпаний, а также запретить экспорт любого оборудования двойного назначения. **Впрочем, в текущих условиях российским компаниям занимать в Европе стало и без того проблематично, поэтому мы не ожидаем, что введение подобного запрета сможет нанести дополнительный урон российской экономике.**

■ Тем не менее, мы по-прежнему склонны полагать, что острая фаза украинского кризиса может быть пройдена в ближайшее время. **В последние недели ополчение перешло в наступление, что свидетельствует о слабости украинской армии.** Если ЕС или США не предоставят Киеву военную помощь (а пока, согласно заявлениям представителей власти, ни одна сторона не хочет принимать непосредственного участия в конфликте), вполне вероятно, что властям придется начать считаться с мнением восточных регионов.

■ **Вторым фактором может выступить слабое экономическое положение Украины, не допускающее затягивания военных действий.** В связи с продолжающимся конфликтом на Украине, МВФ уже понизил прогноз падения ВВП страны с -6,5% до -7,3%. Дефицит платежного баланса в 2014 г. может составить 7,5 млрд долл., а в 2015 г. – 11,5 млрд долл. В связи с этим Украине может потребоваться дополнительно не менее 19 млрд долл. внешних заимствований к ранее одобренной помощи от МВФ в 17 млрд долл.

Динамика инфляции в еврозоне



Динамика курса EUR



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Индекс экономических сюрпризов



Источники: данные ЦБ; оценка: Велес Капитал

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 2014 г.



Третьим фактором может стать газовый вопрос.

Накануне начала отопительного сезона Украине придется искать источники поставки газа, поскольку мощностей реверсивных поставок из Европы не хватит. В этой связи у правительства остается два варианта: договориться с Россией о поставках, либо отбирать прокачиваемый в Европу газ. Последнее видится маловероятным ввиду того, что в условиях тяжелого финансового положения Украине невыгодно портить отношения с Западом. Поэтому мы не исключаем, что газовый вопрос в результате может вынудить правительство сесть за стол переговоров.

ЕС. ЕЦБ сделал новые шаги для поддержки экономики, опасаясь замедления экономики на фоне возросших геополитических рисков. По итогам первого осеннего заседания регулятор принял решение о применении всех имеющихся у него инструментов: объявил о запуске QE, понизил ставку рефинансирования с 0,15% до 0,05%, ставку по депозитам – с -0,1% до -0,2%. Этому предшествовало постепенное ухудшение экономической ситуации в Старом свете в последнее время. Индекс делового оптимизма IFO в Германии упал в августе до минимума с лета 2013 г., а потребительские ожидания, согласно оценке GfK, ухудшились до минимума с 1980 г. При этом эти показатели еще не учитывают эффект от введенного в начале августа Россией эмбарго, после которого многие сельхозпроизводители Европы объявили о сокращении экспорта. Следовательно, в дальнейшем экономическая конъюнктура будет только ухудшаться, поэтому расширение мер поддержки в Европе необходимо. ЕС оценивает ущерб от российских санкций в 6,5 млрд евро, что без учета мультипликативного эффекта составляет почти 0,06% ВВП. Принимая во внимание ожидаемый рост экономики региона в 0,9% в 2014 г. вред для экономики может оказаться вполне ощутимым.

До конца года в Европе вряд ли будут происходить какие-то важные события. После расширения мер поддержки экономики ЕЦБ будет оценивать их результаты. Если ситуация на Украине развернется в русло стабилизации и ЕС и Россия прекратят обмениваться новыми санкциями, то вероятно, дальнейшего ухудшения экономической ситуации не произойдет.

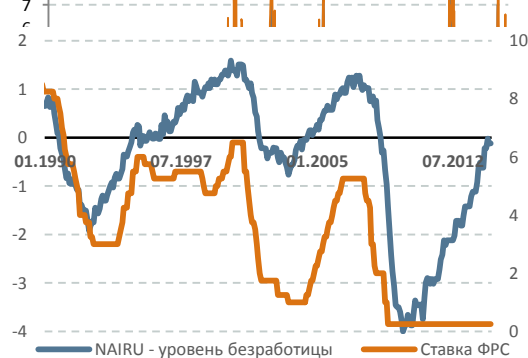
США. Если от Европы в ближайшие месяцы скорее всего не стоит ожидать сюрпризов, то в США важные события только предстоят. Основной темой для волнения на рынках остается грядущее повышение

Уровень безработицы в США пока не влияет на темпы инфляции ...



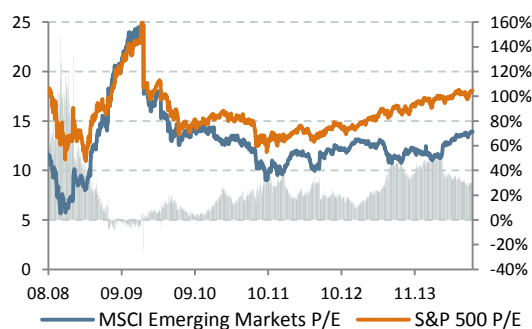
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

при этом исторически данный уровень сигнализировал о начале повышения ставки ФРС



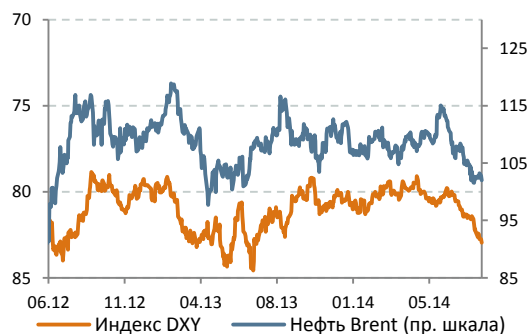
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Рисковая премия развивающихся рынков сокращается



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Нефть и курс доллара



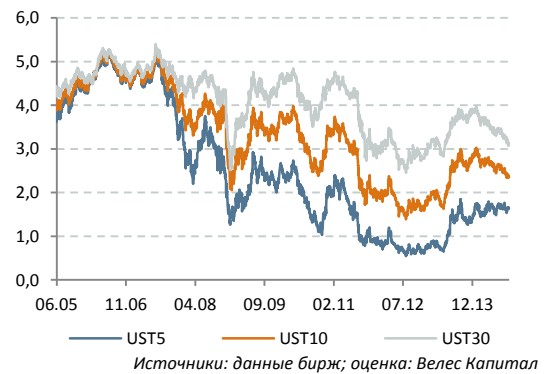
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



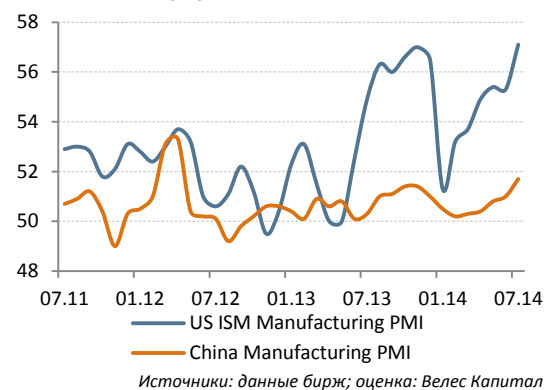
ставки ФРС. Глава регулятора уже неоднократно обозначала начало ее повышения на 2015 г., при этом обещала, что политика федрезерва останется стимулирующей. Это, по всей видимости, дало рынкам надежду на то, что повышение ставки произойдет не столь скоро, хотя многие факторы указывают на то, что уже в первые месяцы следующего года ключевая ставка может быть изменена. Экономическая ситуация в США в последнее время встала на путь уверенного роста. В частности, ВВП страны во 2-м квартале вырос на 4,2%. Безработица также в последнее время заметно снизилась и приблизилась к уровню, после которого рост занятости может начать подогрывать инфляцию. При этом индекс роста потребительских цен вернулся на уровень в 2% и риск его дальнейшего роста может обеспокоить ФРС. **Поэтому мы полагаем, что уже в первых месяцах 2015 г. ФРС может пойти на символическое повышение ставки. При этом рост ставок UST может начаться уже в ближайшее время по мере выхода сильных статданных и при условии снижения геополитической напряженности.**

Нефть. В августе котировки нефти достигли минимальных уровней, чему способствовал целый ряд факторов. Восстановление добычи в Ливии и наращивание добычи в Саудовской Аравии полностью компенсировали ее снижение в Ираке, Иране и Нигерии, в результате чего добыча ОПЕК по последним (июльским) данным достигла максимума за 5 месяцев. Но основные проблемы ощущались со стороны спроса. Ухудшение ситуации в европейской экономике отражается на спросе со стороны стран ЕС. По данным за июнь, спрос на нефтепродукты в Германии сократился на 3,9%, в Италии на 3,8%. Замедление японской экономики привело к снижению спроса на 3%. Неудачно сложился летний сезон в США – традиционный рост спроса на бензин не оправдал высоких ожиданий. Неожиданный удар нанес Китай, прекративший закупки сырой нефти для заполнения стратегических нефтехранилищ. Низкие темпы роста спроса привели к росту запасов. В странах ОЭСР июнь стал шестым подряд месяцем роста запасов, при этом во 2 кв. запасы выросли на 88 млн. барр. – максимальный рост с 3 кв. 2006 г. Геополитические факторы в августе играли также в пользу снижения котировок нефти. Начало бомбардировок позиций ИГИЛ американской авиацией снизило опасения по поводу возможного захвата боевиками месторождений в Курдистане и их наступления на юг Ирака. Санкции в отношении России не оказывают влияния на добычу нефти, но в перспективе могут привести к замедлению экономики и падению спроса на нефть внутри страны. Одновременно ответные российские санкции

Динамика доходности UST



Деловая активность в производственной сфере США и Китая

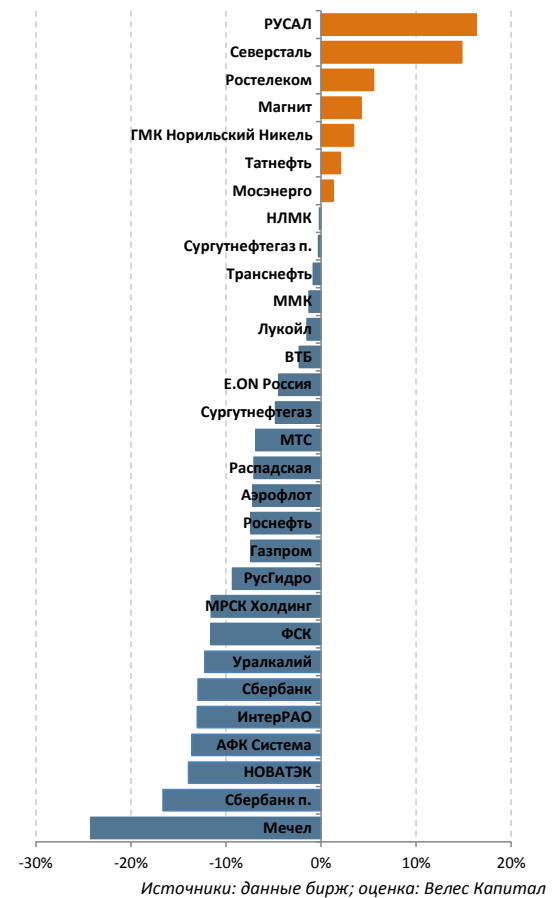




вызывают опасения по поводу темпов роста европейской экономики и дальнейшего снижения спроса на нефть в Европе. Серьезное давление на котировки нефти продолжает оказывать укрепление доллара, начавшееся на фоне заметного улучшения ситуации в экономике США (и роста вероятности скорого перехода ФРС к ужесточению монетарной политики) и, напротив, ухудшения ожиданий в отношении экономики ЕС. Все больше макроэкономических данных сигнализируют о возможности скорого начала ужесточения монетарной политики в США, при этом ЕЦБ планирует запустить собственную программу количественного смягчения уже в октябре. На этом фоне укрепление доллара продолжится, что может увести котировки ниже ключевого уровня в 100 долл. за баррель марки Brent. Тем не менее, мы полагаем, что потенциал снижения котировок нефти в ближайшей перспективе ограничен и большая часть негативных факторов и ожиданий уже нашла отражение в котировках. При этом есть ряд позитивных моментов, которые могут в перспективе привести к укреплению нефтяных цен. Улучшение ситуации в промышленности США и Китая в ближайшей перспективе будет вести к росту спроса на нефть. Последние данные по запасам в США указывают на то, что улучшение макроэкономической ситуации наконец начинает отражаться на спросе - запасы сырой нефти за последнюю неделю августа снизились на 910 тыс. баррелей, еще более впечатляющим стало снижение запасов бензина на 2,3 млн баррелей (на 1 млн баррелей выше ожиданий). Наметившийся перелом в ситуации на Украине в случае его подтверждения станет заметным драйвером для роста котировок нефти. Ситуация в Ираке остается крайне тяжелой, воздушные удары лишь замедлили продвижение ИГИЛ, и вряд ли удастся переломить ситуацию без участия американских наземных войск, на что США пойти не готовы, как минимум до выборов в Конгресс. Мы полагаем, что в сентябре наиболее вероятным является сценарий стабилизации котировок нефти в диапазоне 100-105 долл. за баррель марки Brent.

■ **Фондовый рынок.** Ситуация на Украине оставалась основным драйвером изменения котировок российских акций в августе. В ближайшее время может быть принят новый пакет санкций, который затронет в первую очередь госкомпании, в связи с чем под угрозой оказываются Газпром нефть и Транснефть. Несмотря на далеко не благоприятную ситуацию на Украине, в последние дни наметились пути выхода из сложившейся ситуации. Велика вероятность того, что все же будет подписано соглашение о прекращении огня, что откроет двери

Лидеры и аутсайдеры российского рынка





процессу урегулирования. В этой ситуации, на наш взгляд, основными фаворитами являются бумаги банковского сектора – в первую очередь Сбербанка и ВТБ. Поскольку европейские санкции введены на три месяца, урегулирование ситуации на Украине и демонстрация доброй воли со стороны России могут привести в перспективе к отмене европейских санкций, а значит, в выигрыше окажутся компании, наиболее пострадавшие от их введения. Помимо банков к таковым относятся **Роснефть и НОВАТЭК**. Как бы быстро ни происходило урегулирование восточно-украинского вопроса, восстановление промышленности Донбасса будет достаточно продолжительным, а тем временем в связи с остановкой импорта украинской стальной продукции конъюнктура внутреннего рынка складывается в пользу отечественных сталелитейщиков с низкой долей угольного сегмента – в первую очередь **НЛМК и ММК**. Перспективной идеей на осень мы считаем **покупку акций компаний, по которым выплачиваются промежуточные дивиденды**. В этой связи мы рекомендуем обратить внимание на акции **Газпром нефти**, доходность по промежуточным дивидендам которой может составить порядка 3,2%. Также интерес представляют акции **ЛУКОЙЛа** с доходностью в 2,8%. **Существенно более рискованной, но потенциально гораздо более доходной может стать покупка префов и обычных акций Башнефти** – акции компании находятся под давлением в связи с разбирательствами по поводу приватизации, тем не менее именно в этой ситуации компания может снова решиться на выплату промежуточных дивидендов и отправить на дивиденды большую часть прибыли.

- **Денежный рынок.** В августе обстановка на денежном рынке сохранялась относительно благоприятной. Индикативная межбанковская ставка MosPrime o/n отступила от уровня в 9% годовых (куда забралась после повышения ключевой ставки ЦБ в конце июля) и в первой половине месяца даже находилась ниже 8% годовых. Рост ставок наблюдался лишь в периоды пиковых налоговых выплат, однако значения ставок были даже ниже уровней межбанковских ставок во второй половине июля еще до повышения ставки ЦБ.
- Одним из наиболее весомых подтверждений благоприятной ситуации на денежном рынке в августе являлось отсутствие задолженности банков по операциям «валютный своп» с ЦБ. К данному наиболее дорогому инструменту банки обращаются в периоды локального дефицита ликвидности, когда возможности по привлечению ликвидности из других источников уже исчерпаны. Нулевая задолженность по



валютным свопам наблюдалась весь август, и даже налоговый период не изменил ситуацию. Последний раз похожую картину можно было наблюдать ровно год назад, когда почти весь август задолженность по данному инструменту также находилась «на нуле».

Сразу ряд факторов послужил причиной тому, что у банков не было особых проблем на денежном рынке в августе. Во-первых, в течение месяца в банковскую систему стабильно поступали бюджетные средства, нивелируя налоговые выплаты. Нетто-приток ликвидности по бюджетным каналам в августе составил почти 300 млрд руб., согласно данным Банка России. Для сравнения, в июле по бюджетному каналу было изъято 131,3 млрд руб., а в июне нетто-отток составил 41,3 млрд руб. Во-вторых, ЦБ и Федеральное казначейство исправно снабжали банки ликвидностью на своих аукционах в течение всего месяца, увеличивая лимиты в дни налоговых платежей и крупных погашений. Наконец, возымело свое действие и отсутствие интервенций ЦБ на валютном рынке. Напомним, что уже 2 месяца регулятор не продавал валюту, а в июле и вовсе обнулil интервенции внутри своего операционного интервала (35,40-44,40 руб. по корзине валют). К слову, последнее событие не вызвало серьезной реакции на валютном рынке, и основные потери рубля в августе были связаны прежде всего с рисками введения очередных санкций против РФ и эскалацией военного конфликта на Украине.

Ключевым риском для денежного рынка, по всей видимости уже до конца 2014 года, остается вероятность очередного ужесточения Банком России денежно-кредитной политики. Несмотря на то, что в основе роста темпов инфляции в настоящее время лежат немонетарные факторы, а экономика по-прежнему испытывает нелегкие времена, последовательность и жесткость ЦБ в процентной политике сохраняет риск еще одного повышения ключевой ставки до конца года. При этом, обнулив валютные интервенции внутри своего операционного интервала, регулятор по сути оставил себе в качестве единственного инструмента поддержания стабильности на валютном рынке в экстренном случае лишь ключевую ставку. Однако если геополитические события в очередной раз не принесут новый негативный сюрприз, мы все же полагаем, что повышение ставок в июле было последним в текущем году. Своими действиями регулятор, по сути, уже «заложил фундамент» для достижения целевых ориентиров по инфляции на следующий год, и июльское решение ЦБ, на наш взгляд, носило во многом превентивный характер.

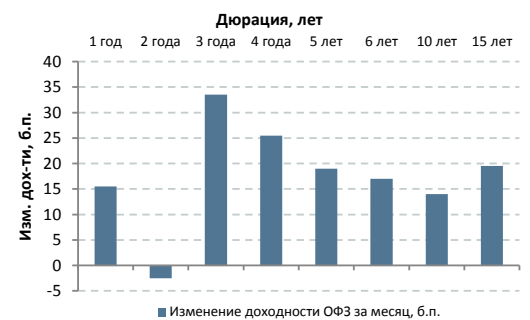
Как уже упоминалось выше, август сложился для рубля

Индекс ММВБ облигации



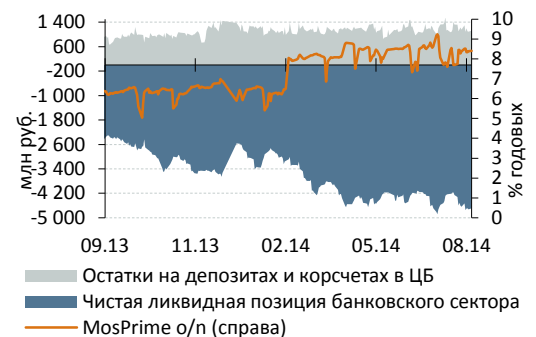
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Изменение доходности ОФЗ за месяц



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Ликвидность



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



неудачно. Если в начале месяца пара доллар/рубль еще торговалась ниже 36 руб., то к концу августа очередная порция новостей о вводе российских войск на территорию Украины помогла доллару и евро обновить новые максимумы, в частности пара доллар/рубль забиралась на отметку 37,50 руб. В тоже время в начале сентября геополитический фон для рубля сменился на относительно благоприятный: после телефонного разговора президентов России и Украины, а также выступления последнего на саммите НАТО инвесторы ожидают начала претворения в жизнь плана о прекращении огня на территории Украины. Однако реальные перспективы мирного урегулирования по-прежнему остаются туманными. В случае дальнейшего прогресса в процессе мирного урегулирования пара доллар/рубль может скорректироваться ниже 36 руб. Если же прогресса вновь не будет достигнуто, доллар вновь закрепится на неопределенный срок выше 37 руб.

■ **Долговой рынок.** В августе ситуация на долговом рынке не смогла измениться в лучшую сторону и поводом к тому вновь стали события вокруг Украины. Санкции, введенные Россией, дали небольшой положительный импульс рынку в начале месяца на идее стимулирования роста внутреннего производства. Однако к концу месяца продавцы вновь одержали верх из-за появившихся сообщений о введении российских войск на Украину и угрозы очередных санкций от ЕС. По итогам месяца доходность госзаймов выросла в среднем на 15-25 б.п. и вплотную приблизилась к 10% годовых по займам со сроком свыше 3-х лет. Из-за неблагоприятной ситуации МинФину пришлось воздержаться в прошлом месяце от заимствований.

Сентябрь предполагает два противоположных для рынка сценарий. В случае если на Украине удастся установить перемирие, российский рынок получит мощный положительный импульс. Доходность ОФЗ может потерять вплоть до 2 п.п., где дальнейшее снижение будет сдерживаться темпами инфляции и ставкой ЦБ. В корпоративном секторе из-за низкой торговой активности также произойдет пропорциональная положительная переоценка, но возможности заработка на этом движении будут ограничены недостаточной ликвидностью сегмента. В случае же дальнейшего обострения отношений с Западом или затягивания вопроса установления перемирия на Украине динамика рынка будет либо боковой, либо вновь негативной при условии появления новых факторов риска для России.

Анна Соболева, Василий Танурков
Юрий Кравченко, Иван Манаенко
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