

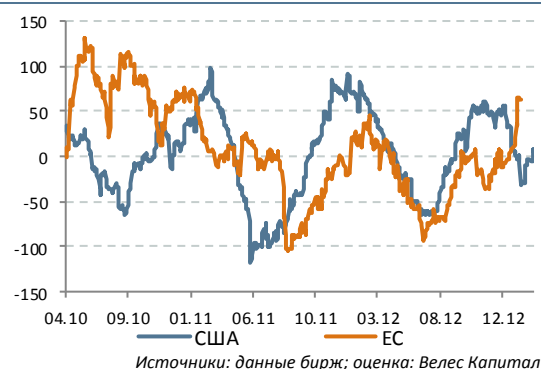
## Макроэкономическая конъюнктура

*«...спад экономики ещё не полностью пошёл на подъём...»*

*В. Черномырдин*

- После позитивного начала года в феврале инвесторы не смогли найти поддержки чрезмерному оптимизму и предпочли зафиксировать прибыль по большинству финансовых инструментов. В то же время месяц не был богат на макроэкономические события, поэтому, можно говорить, что ситуация в глобальной экономике, в целом, осталась прежней.
- Макростатистика по США, опубликованная в течение месяца, по-прежнему демонстрировала восстановление экономики, что в результате спровоцировало волну слухов о возможном досрочном сворачивании программы QE3. Бернанке в ходе двухдневного выступления перед Сенатом заверил, что положительный эффект от стимулирующей политики куда сильнее, нежели расходы на ее проведение и потенциальные риски инфляции. **На этом фоне мы склонны полагать, что появление небольших разногласий в рядах глав ФРБ не приведет к смене курса регулятора, поэтому ожидаем, что, по крайней мере, в 2013 г. денежная политика ФРС останется неизменной.** В то же время число сторонников досрочного сворачивания программы выкупа активов продолжит расти, что будет вызывать озабоченность рынков.
- По проблеме бюджета американские законодатели так и не смогли договориться в срок. Мы рассматриваем 2 сценария развития американской экономики в 2013 г. В первом варианте законодатели даже с опозданием не смогут прийти ни к какому компромиссу по расходам бюджета, что приведет к автоматическому секвестру расходов на максимальную величину и ударит по темпам роста экономики по крайней мере в 1-м полугодии. **При этом дополнительным негативным фактором может оказаться понижение рейтинга США (обещанное агентством Fitch в случае дальнейшего затягивания переговоров по бюджету), что спровоцирует ухудшение экономических настроений.** В случае реализации этого сценария мы ожидаем, что рост ВВП США окажется в пределах 1,5-1,8%.

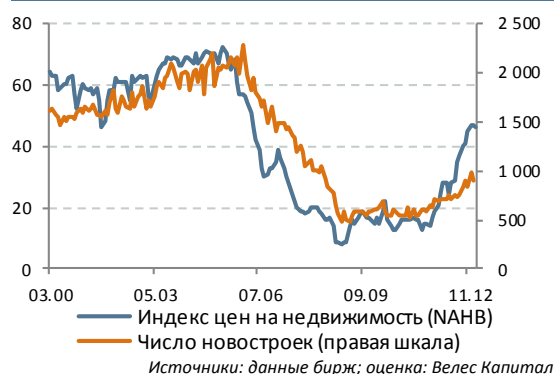
### Индекс экономических сюрпризов



### Сценарий «фискального обрыва»



### Рынок недвижимости набирает обороты





Во втором, более вероятном, на наш взгляд, сценарии, республиканцы и демократы в конечном итоге начнут договариваться, и сокращение госрасходов не будет столь масштабным. Скорее всего, будет выработан сценарий плавного уменьшения расходов бюджета, что не вызовет панических настроений у населения и бизнеса и его последствия будут носить мягкий характер для экономики. **При таком сценарии, учитывая глобальный рост экономики и продолжение монетарного стимулирования со стороны ФРС, мы ожидаем роста американской экономики по итогам года на 2,3-2,5%.**

Пока в Штатах ситуация развивалась по намеченному сценарию, из Европы поступали неоднозначные сигналы. В феврале были опубликованы данные по ВВП еврозоны и отдельных стран, в частности, за 4-й квартал прошлого года. Экономика Германии снизилась на 0,6%, такого же порядка было замедление и еврозоны в целом. Впрочем, свежие настроенческие индикаторы сигнализируют об улучшении ситуации в экономике региона, однако рост курса евро, наблюдавшийся в начале года, может их подорвать. Вмешиваться же в формирование курса объединенной валюты европейский регулятор пока не решает, хотя многие страны блока за исключением, конечно же, Германии, выступают с поддержкой монетарных мер стимулирования экономики. **Мы считаем, что в ближайший месяц-два рост курса евро все-таки найдет отражение в данных макростатистики и по-прежнему сохраняем свой прогноз, что ЕЦБ придется в скором времени прибегнуть к новым мерам монетарного стимулирования.**

Политическая обстановка в Европе на протяжении февраля оставалась напряженной. Помимо Испании, откуда периодически приходят сообщения о росте недовольства властью, и Кипра, который пытается добиться финансовой помощи от ЕС, сильное разочарование в конце месяца принесла Италия. Неуверенная победа на парламентских выборах левоцентристской партии, поддерживающей текущий курс жесткой экономии, поставила под сомнение возможность формирования коалиционного правительства и продолжения реформ. **Если прошедшим в парламент партиям не удастся в ближайшее время создать альянс, то Италии предстоят повторные выборы, что продолжит нервировать рынки еще какое-то время.**

Статистика по Китаю в феврале не смогла порадовать. Индекс деловой активности в промышленном секторе, согласно данным Национального бюро, снизился с 50,4 до 50,1 пунктов. Данные банка HSBC оказались и того печальнее – снижение с 52,3 до 50,4 пунктов. Впрочем,

### Изменение курса евро



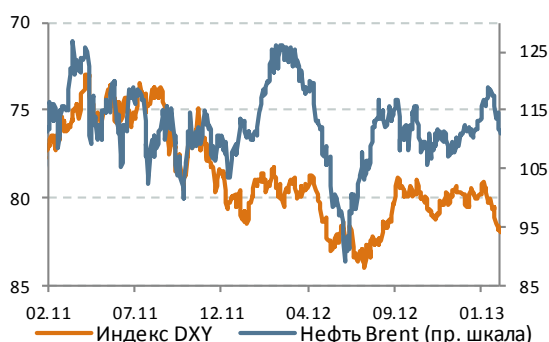
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

### Промышленность в Китае демонстрирует признаки восстановления



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

### Соотношение курса доллара и цены Brent



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

### Запасы нефти и моторного топлива



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



влияние на снижение активности мог оказать сезонный фактор – в феврале в Китае празднуется новый год, поэтому мы пока не склонны говорить о новом витке замедления экономики Поднебесной.

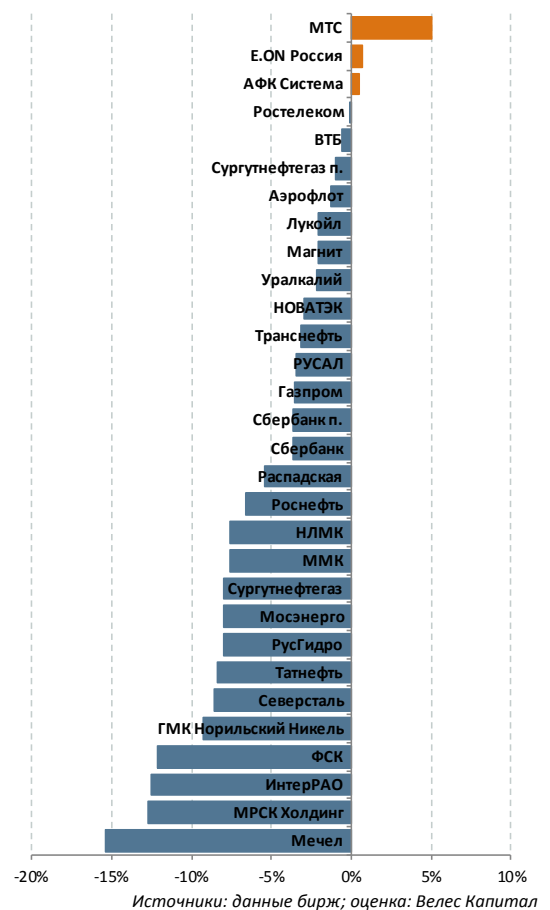
Несмотря на уже прошедшую заметную коррекцию нефтяных котировок, ряд факторов будет продолжать оказывать давление на цены в краткосрочной перспективе. Запасы моторного топлива в США, хотя и несколько сократились в последнее время, все еще находятся вблизи исторических максимумов последних лет, запасы сырой нефти продолжают рост и также находятся на высоких уровнях. Даже после коррекции котировок, объем длинных позиций спекулянтов все еще крайне высок: в случае начала процесса закрытия длинных спекулятивных позиций падение котировок в моменте может достигать значительных величин. Не способствует росту котировок нефти и начавшийся процесс укрепления доллара. Опасения по поводу темпов роста в Китае, возникшие в последнее время, также не способствуют росту цены на черное золото. В итоге на фоне несколько поубавившегося оптимизма относительно перспектив глобальной экономики Всемирный Банк пересмотрел свои прогнозы: новый прогноз по нефти на 2013 г. предполагает средний уровень цен в 102 долл. (за барр. марки Brent). **По нашему мнению, вероятность продолжения коррекции нефти достаточно велика, хотя сам масштаб возможного движения вниз ограничен. Мы полагаем, что нефть в марте, в основном, будет торговаться в диапазоне от 105 до 110 долл. за баррель марки Brent.** Мы остаемся оптимистами относительно более долгосрочных перспектив – ускорение темпов мирового экономического роста и рост инфляционных ожиданий к концу года способны привести цены на черное золото на уровень в 120 долл. за баррель.

Для российского фондового рынка февраль прошел под знаком всеобщей коррекции, хотя и ограниченной по масштабам. Заметно лучше рынка чувствовали себя бумаги телекоммуникационного сектора, в особенности акции МТС. Падение российского рынка происходило на фоне аналогичного падения развивающихся рынков и очень ограниченной коррекции в США, подтвердившей тенденцию опережающего роста американского рынка последних двух лет. Падение котировок наблюдалось также в ценах на сырье в целом и нефтяных цен в частности, что оказало дополнительное давление на российский рынок. Тем не менее, **технически, российский рынок остается в рамках растущего тренда**, начавшегося с середины 2012 г. В более долгосрочной перспективе – выход из двухлетнего «треугольника» в начале года сулит российскому рынку заметный рост по результатам 2013 г. На наш взгляд перспективы марта в целом нейтральны: возможное не слишком масштабное продолжение коррекции в начале месяца уравнивается возобновлением долгосрочного восходящего тренда к моменту окончания месяца. Не

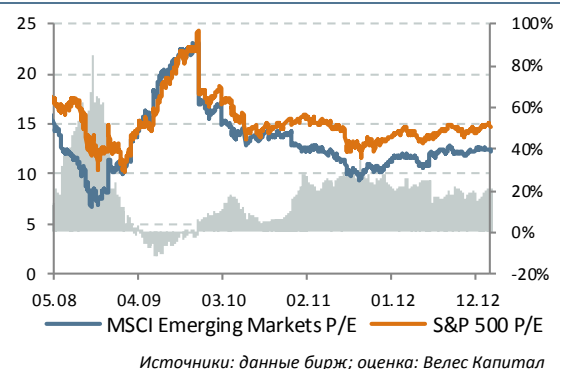
### Длинные позиции спекулянтов



### Лидеры и аутсайдеры российского рынка



### Рисковая премия стабилизировалась



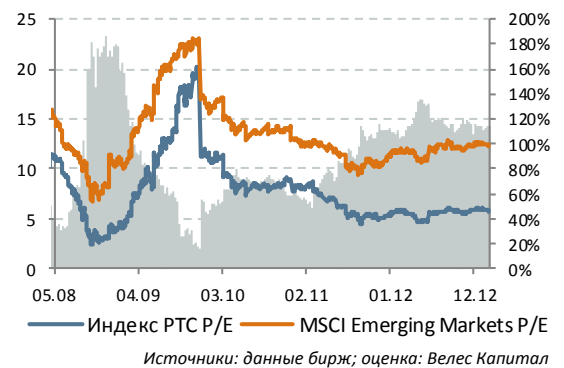


слишком благоприятная конъюнктура сырьевого рынка, в первую очередь рынка нефти, не позволит развиваться сильному восходящему движению. В этих условиях, накануне апрельских-майских отсечек, **наиболее привлекательными объектами для инвестиций выглядят дивидендные бумаги.** Обратить внимание стоит на префы Холдинга МРСК, Сургута, Татнефти, Сбербанка, Ростелекома, обычные акции Норникеля, МТС, Акрона, Газпромнефти. Следует также помнить, что если рост в преддверии дивидендов и не гарантирован, то падение котировок на размер дивидендов после даты отсечения практически неизбежно (**прогноз дивидендной доходности см. на ст. 7).**

С окончанием первого налогового периода в текущем году уже в первые дни февраля ситуация на внутреннем денежном рынке заметно улучшилась благодаря поступлениям средств из бюджета (так, 5-го февраля совокупные остатки банков на корсчетах и депозитах в ЦБ разом пополнились более чем на 300 млрд руб. — до 1,3 трлн руб.). Поступившая на счета банков ликвидность была незамедлительно направлена на погашение задолженности перед Банком России, и в результате отрицательная величина чистой ликвидной позиции банковского сектора (разница между остатками банков на корсчетах и депозитах в ЦБ и задолженностью перед регулятором и федеральным бюджетом) в первой половине месяца пребывала на уровне мая 2012 года — в районе 600 млрд руб. (к концу 2012 г. показатель превышал 2 трлн руб.). Банк России выставлял достаточно умеренные лимиты на аукционах прямого РЕПО, которых, судя по спросу, явно не хватало участникам, однако соответствующей реакции ставок на межбанковском рынке при этом не наблюдалось, и индикативная MosPrime o/n оставалась ниже уровня в 6% годовых. Постепенное повышение ставок и увеличение задолженности банков перед ЦБ можно было наблюдать уже в середине февраля с началом очередного налогового периода, однако в целом серьезных трудностей у банков не возникло, отрицательная ликвидная позиция сохранилась ниже 1 трлн руб. Отметим, что достаточно неожиданный приток бюджетной ликвидности в начале февраля, по всей видимости, может оказаться разовым явлением, однако в целом ликвидности, предоставляемой Банком России, пока хватает для сохранения достаточно стабильной ситуации на денежном рынке и удержания ставок. **Мы полагаем, что в случае, если начало весны не ознаменуется притоком бюджетной ликвидности, то в течение марта отрицательная величина чистой ликвидной позиции банков может превысить отметку в 1,5 трлн руб. При этом ставки межбанковского рынка в целом будут сохраняться на текущих уровнях: в «доналоговой» половине месяца — ниже 6% годовых, а в период платежей — на уровне 6,0-6,40% годовых.**

Для отечественной валюты февраль выдался достаточно неоднозначным. Если в первой половине месяца рубль

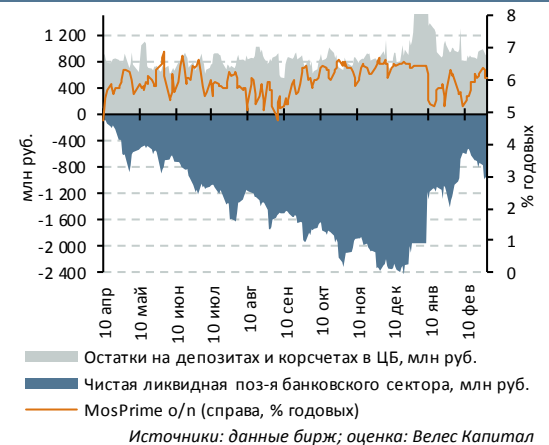
## Россия догоняет, потенциал сохраняется



## PTC отстает от CDS на Россию



## Ликвидность



## Индекс ММВБ облигации, 2012 г.



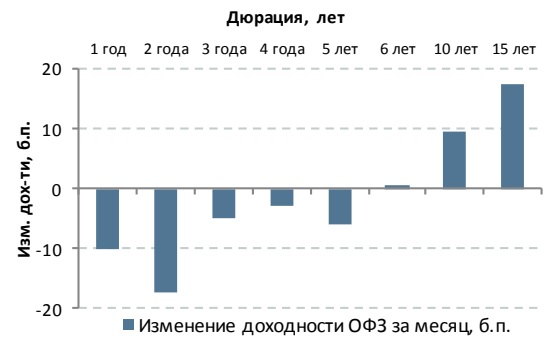


продолжал наступление, начатое еще в начале текущего года, и стоимость доллара даже опускалась на российском рынке ниже 30 руб., то во второй половине февраля опасения инвесторов на мировых площадках в отношении дальнейшей судьбы программы QE заметно остудили пыл отечественной валюты. К концу февраля пара доллар/рубль торговалась выше 30,50 руб., и у отечественной валюты уже не хватало сил вернуть даже этот рубеж. В то же время желающих покупать валюту выше 30,60 руб. также явно поубавилось, и пока для дальнейшего продвижения в сторону 31 руб. за доллар текущих рыночных факторов участникам не хватает. **Поводом для преодоления парой доллар/рубль 31 руб. может послужить негативный сценарий развития событий с американским бюджетом, однако мы все же полагаем, что отечественной валюте в феврале будет по силам сохранить рубеж в 31 против доллара, при этом возвращение позиций в районе 30 руб. кажется весьма маловероятным.**

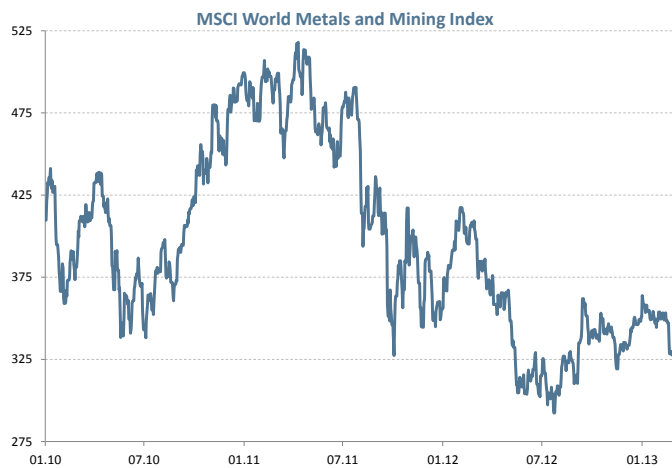
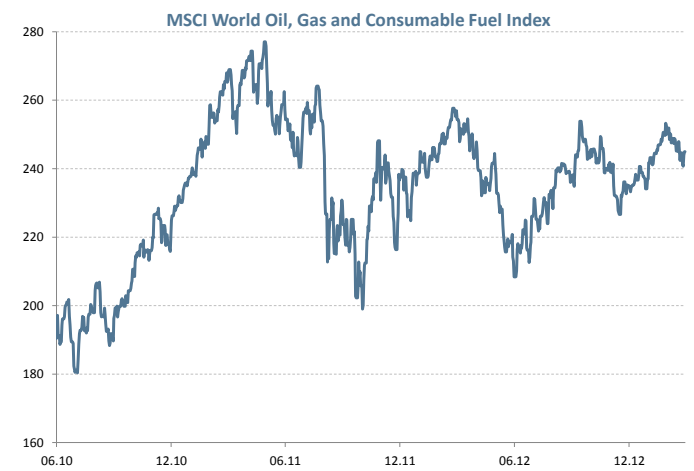
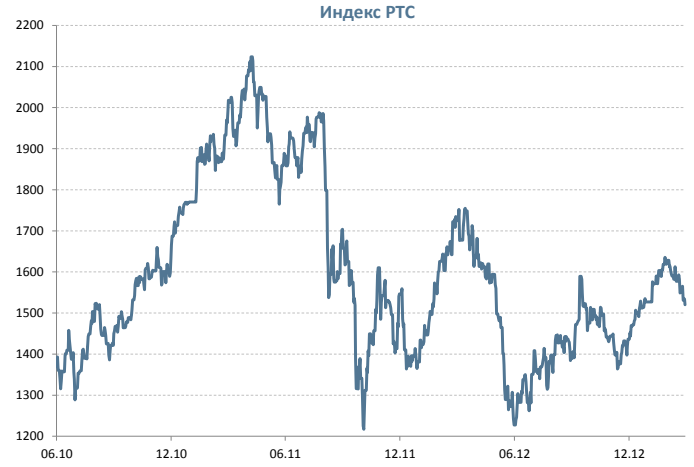
- В феврале состоялся долгожданный старт расчетов через Euroclear. Как мы и полагали, открытие доступа для иностранных инвесторов не привело к росту спроса на ОФЗ. Напротив, в течение месяца наблюдался отток средств из госсегмента, вызванный, впрочем, в том числе и недостаточно благоприятной внешней конъюнктурой. Под давлением оказался длинный конец суверенной кривой, выросший в доходности на 10-20 б.п. Короткий и средний участок торговался вблизи уровней конца января не преобладанием небольших покупок (до -10 б.п. по дох-ти). **В перспективе следующего месяца мы не видим сильных факторов к движению в ту или иную сторону. Скорее всего, в ОФЗ продолжится приток иностранных средств, сопровождающийся одновременным снижением спроса со стороны резидентов. В результате, динамика рынка будет боковой.**
- В корпоративном сегменте рынка рублевого долга внимание инвесторов было сосредоточено на первичном предложении. Число новых займов составило 49 штук, в денежном выражении – почти 250 млрд руб. Ажиотажный спрос на новые займы помогал заемщикам размещать выпуски на достаточно агрессивных уровнях, независимо от уровня кредитного рейтинга эмитента. На вторичном рынке при этом динамика котировок была преимущественно негативной. 1-й эшелон и наиболее ликвидные представители 2-го (Вымпелком, МТС, МОЭК) потеряли за месяц в среднем по 15-30 б.п., что привело к расширению корпоративных спрэдов. **В настоящий момент бумаги госкомпаний торгуются с премией около 150-170 б.п., а частных компаний с инвестиционным рейтингом – в районе 200 б.п., что шире исторических уровней. Несмотря на имеющийся потенциал, мы не ожидаем сужения спрэдов в ближайший месяц из-за отсутствия внешних позитивных сигналов.**

Иван Манаенко, Анна Соболева, Василий Танурков  
bonds@veles-capital.ru

### Изменение доходности ОФЗ за месяц



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал





## Российские дивидендные бумаги

Компания	Тикер	Тип дивидендов	Ожидаемые дивиденды на акцию, руб.	Ожидаемая дата закрытия реестра	Цена акции на 01.03.2013	Ожидаемая дивидендная доходность
Холдинг МРСК-п	MRKHP	годовые	0,13	24.05.2013	1,169	11,12%
Нижнекамскнефтехим-п	NKNCP	годовые	2,78	02.03.2013	27,674	10,05%
Нижнекамскнефтехим	NKNC	годовые	2,78	02.03.2013	31,25	8,90%
Сургутнефтегаз-п	SNGSP	годовые	1,8	13.05.2013	22,3	8,07%
Ленэнерго-п	LSNGP	годовые	1,25	03.05.2013	15,8	7,91%
Татнефть-п	TATNP	годовые	8,21	14.05.2013	107,9	7,61%
Кубаньэнергосбыт	KBSB	годовые	9,51	21.05.2013	138	6,89%
МТС	MTSS	годовые	18,4	13.05.2013	268,5	6,85%
Башнефть-п	BANEP	годовые	89,71	15.05.2013	1375	6,52%
Газпром	GAZP	годовые	7,84	13.05.2013	134,85	5,81%
Газпромнефть	SIBN	годовые	7,92	24.04.2013	137,35	5,77%
Мостотрест	MSTT	годовые	8,95	17.05.2013	157,08	5,70%
Ростелеком-п	RTKMP	годовые	4,5	01.05.2013	91,58	4,91%
Башнефть-ао	BANE	годовые	89,71	15.05.2013	2010,5	4,46%
НорНикель	GMKN	годовые	235	27.05.2013	5358	4,39%
Сбербанк-п	SBERP	годовые	3,188	15.04.2013	73,17	4,36%
Акрон	AKRN	IV квартал 2012	60	08.04.2013	1420	4,23%
Татнефть-ао	TATN	годовые	8,21	14.05.2013	204,85	4,01%
Верофарм	VRPH	годовые	28,53	13.05.2013	750	3,80%
Роснефть	ROSN	годовые	8,9	03.05.2013	241,61	3,68%
Ростелеком-ао	RTKM	годовые	4,5	01.05.2013	124,05	3,63%
Алроса	ALRS	годовые	1,01	10.05.2013	32,2	3,14%
Русгидро	HYDR	годовые	0,0197	24.05.2013	0,6867	2,87%
Фосагро	PHOR	II полугодие 2012	34,25	18.04.2013	1237	2,77%
Дорогобуж-п	DGBZP	годовые	0,51	03.05.2013	18,85	2,71%
Лензолото-ао	LNZL	II полугодие 2012	163,11	17.05.2013	6034	2,70%
Лензолото-п	LNZLP	II полугодие 2012	44,58	17.05.2013	1745,1	2,55%
НЛМК	NLMK	годовые	1,46	15.08.2013	58,34	2,50%
Сбербанк-ао	SBER	годовые	2,55	15.04.2013	103,86	2,46%
Сургутнефтегаз-ао	SNGS	годовые	0,67	14.05.2013	28,412	2,36%
ВТБ	VTBR	годовые	0,0013056	26.04.2013	0,05627	2,32%
ЛУКОЙЛ	LKOH	I полугодие 2013	45,33	12.11.2013	1961,3	2,31%
ЛУКОЙЛ	LKOH	II полугодие 2012	44,56	11.05.2013	1961,3	2,27%
ЛСР	LSRG	годовые	14,56	15.02.2013	648,1	2,25%
Аэрофлот	AFLT	годовые	1,16	10.05.2013	51,94	2,23%
Э.Он Россия	EONR	годовые	0,06	14.05.2013	2,7391	2,19%
Уралкалий	URKA	I полугодие 2013	4,71	06.11.2013	229,74	2,05%
Мосэнерго	MSNG	годовые	0,0235	13.05.2013	1,4001	1,68%
Возрождение-п	VZRZP	годовые	2,55	10.05.2013	151,93	1,68%
ФСК ЕЭС	FEES	годовые	0,0030263	16.05.2013	0,18938	1,60%
НОВАТЭК	NVTK	I полугодие 2013	4,41	10.09.2013	320	1,38%
МОЭСК	MSRS	годовые	0,0212	17.05.2013	1,66	1,28%
Система	AFKS	годовые	0,32	21.05.2013	26,496	1,21%
НОВАТЭК	NVTK	II полугодие 2012	3,72	22.03.2013	320	1,16%
Северсталь	CHMF	годовые	3,16	15.05.2013	339,5	0,93%
Транснефть	TRNFP	годовые	620	24.05.2013	68601	0,90%
ТГК-1	TGKA	годовые	0,0000566	02.05.2013	0,007617	0,74%
Иркутскэнерго	IRGZ	годовые	0,11	17.04.2013	15,351	0,72%
М.Видео	MVID	IV квартал 2012	1,8	16.05.2013	257,99	0,70%
Банк Москвы	MMBM	годовые	5	24.04.2013	900,2	0,56%
Распадская	RASP	годовые	0,29	15.04.2013	62,72	0,46%
Магнит	MGNT	II полугодие 2012	25,81	12.04.2013	5680	0,45%
ОГК-2	OGKB	годовые	0,0016068	17.05.2013	0,38	0,42%
ММК	MAGN	IV квартал 2012	0,0386	04.04.2013	9,67	0,40%
Возрождение-ао	VZRZ	годовые	0,52	10.05.2013	608,2	0,09%



## Раскрытие информации

### Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком(ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика(ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика(ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании.

© Велес Капитал 2013 г.

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



## Управление по работе с долговыми обязательствами

---

Евгений Шиленков  
Директор департамента активных операций  
EShilenkov@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

Оксана Степанова  
зам. нач. отдела по работе с облигациями  
OStepanova@veles-capital.ru

Елена Рукинова  
Специалист по работе с облигациями  
ERukinova@veles-capital.ru

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

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

---

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