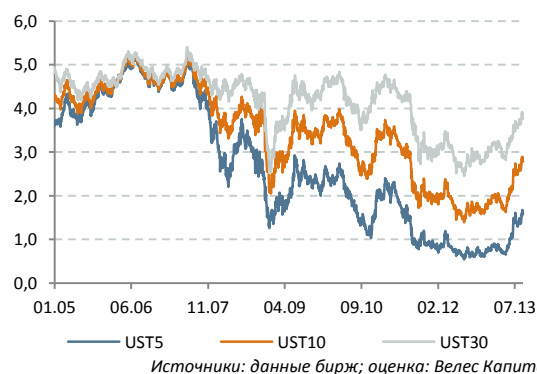


Макроэкономическая конъюнктура

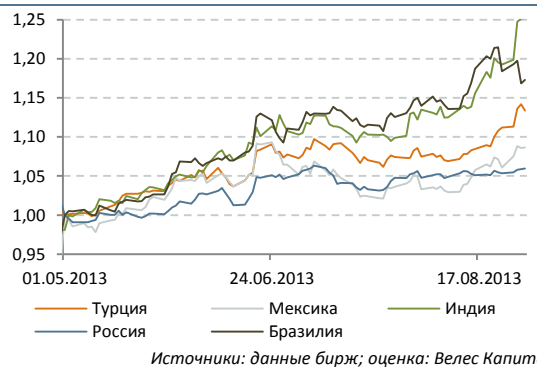
«А вдруг война или какое другое мероприятие?»

- Сворачивание QE еще не началось, а мировая экономика уже пожинает плоды приближающегося завершения эры дешевых денег в США. На фоне продолжающегося роста доходности Treasuries в преддверии сокращения объема покупок, валюты развивающихся стран в последние месяцы отреагировали снижением на возросшие риски повышения стоимости фондирования. Под удар в первую очередь попали наиболее закредитованные страны, такие как Индия и Бразилия, чьи валюты с начала мая обесценились на 26% и 17% соответственно. ЦБ Бразилии в конце августа в 4-й раз с апреля повысил ставку рефинансирования, установив ее на отметке 9%, что несколько сдержало темпы обесценения национальной валюты. **Россия в этой ситуации находится в выигрышном положении, поскольку обладает незначительным размером госдолга.** Поэтому рост доходности госбумаг окажет ограниченное влияние на состояние экономики.
- В перспективе сентября мы не видим однозначных сигналов о начале сворачивания QE, поэтому нервозность вокруг этого события сохранится. Последние недели августа принесли неоднозначные данные по экономике Штатов (ухудшение рынка недвижимости и снижение объема заказов на товары длительного пользования), что может послужить для ФРС поводом отложить решение до следующего заседания. Заявления представителей регулятора, звучавшие в последнее время, также не дают четкого сигнала о сроках начала сокращения программы.
- Европа в августе демонстрировала умеренное восстановление и не давала поводов для беспокойств. Неожиданно просто был решен вопрос и с нехваткой у Греции новых 11 млрд евро. Накануне парламентских выборов в Германии власти страны пошли на уступки и без лишних проволочек согласовали выделение дополнительных средств. **В сентябре мы также не ожидаем сюрпризов от Старого Света.** Заседание ЕЦБ пройдет до дня голосования в Германии, поэтому какие-либо изменения по его результатам крайне маловероятны. От выборов мы также не ждем каких-либо сюрпризов – с высокой вероятностью Германия останется привержена действующему политическому курсу.

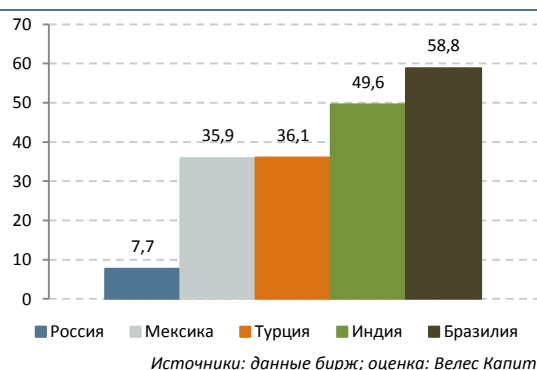
Динамика доходности Treasuries



Изменение национальных валют развивающихся стран с начала мая



Соотношение госдолга к ВВП



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.

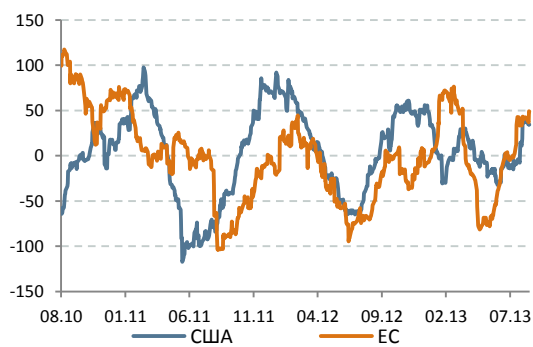
Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2013г.



Китай по-прежнему остается темной лошадкой. После нескольких месяцев снижения деловой активности в августе индекс PMI, согласно предварительной оценке HSBC, вернулся на уровень выше 50 пунктов, принеся небольшой позитив по экономике Поднебесной. С другой стороны, неожиданной новостью стало решение Национального бюро статистики Китая прекратить публикацию компонент индекса PMI. В официальном комментарии сообщилось, что в бюро не могут гарантировать точность информации из-за поверхностных опросов в ряде отраслей. Вместе с тем, скорее такая позиция Национального бюро ставит под сомнение адекватность публикуемых данных и дает возможность для манипулирования результатами.

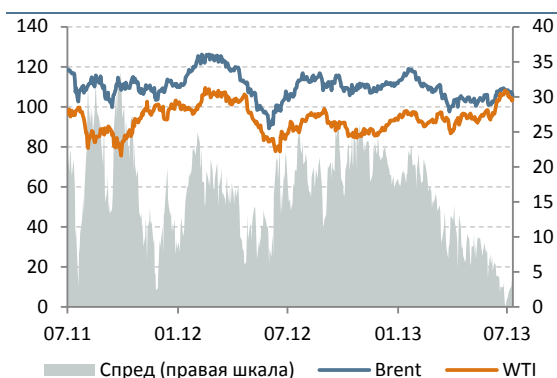
В конце августа на рынке нефти угроза, связанная с перспективами сворачивания программы количественного смягчения, отступила на второй план, и основным драйвером для нефтяных котировок стала ситуация в Сирии. Перспектива начала военной операции против режима Башара Асада разогрела нефтяные котировки, которые впервые за длительный период вырвались из устойчивого диапазона в 100-110 долл. за баррель марки Brent, в определенный момент даже достигнув 118 долл. за баррель. Несмотря на отказ многих союзников по НАТО от участия в операции против Сирии, США полны решимости призвать сирийский режим к ответу. Барак Обама намерен добиваться одобрения Конгресса, которое может быть получено после 9 сентября и, судя по всему, такое согласие будет дано – спикер Палаты представителей Конгресса США республиканец Джон Бейнер 3 сентября объявил, что поддержит резолюцию президента Барака Обамы, санкционирующую военный удар по Сирии. Одновременно с этим Бейнер призвал своих коллег-конгрессменов последовать его примеру и поддержать главу государства. По мнению спикера, США обязаны наказать сирийский режим за применение химического оружия против собственного населения. В поддержку военного удара выступили также лидер республиканского большинства в Палате представителей Эрик Кантор и глава демократической фракции меньшинства в палате Нэнси Пелоси. Голосование по резолюции нижняя палата парламента проведет на неделе, начинающейся с 9 сентября, когда Конгресс официально вернется с летних каникул. Во вторник 3-его сентября сенатский Комитет по международным делам, в который входят влиятельные республиканцы и демократы, согласовал текст резолюции, которая и была одобрена в среду 4-го сентября. Как сообщается, проект запрещает проведение наземной операции в Сирии. Полномочия

Индекс экономических сюрпризов

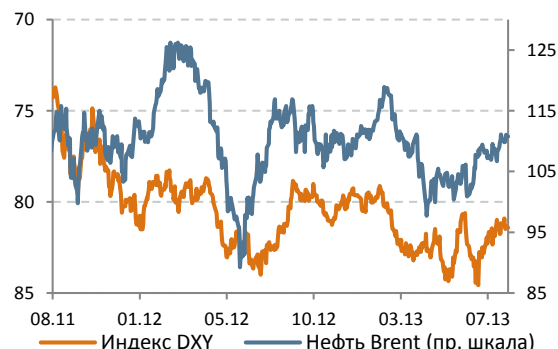


Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Спред WTI и Brent

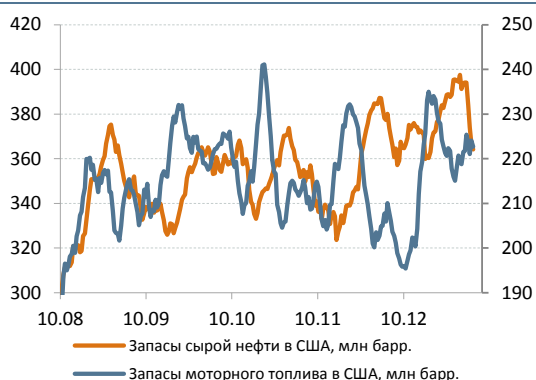


Соотношение курса доллара и цены Brent



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Запасы нефти и моторного топлива



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



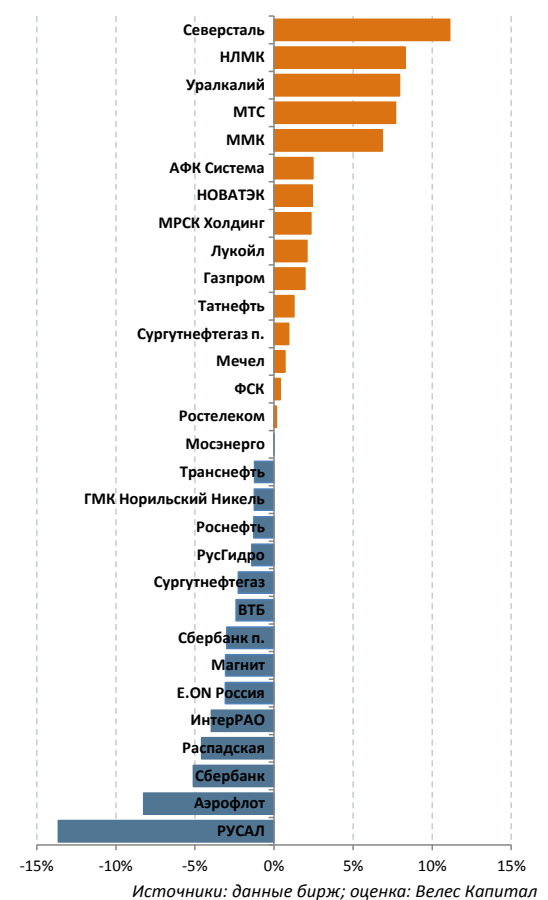
на проведение ударов по Сирии даются президенту на 60 дней с возможностью их продления на 30 дней. Одновременно, Барак Обама на встрече с представителями Конгресса заявил, что США планируют выйти за рамки ограниченного карательного удара по Сирии в ответ на применение химоружия правительственными войсками этой страны, а глава госдепа США Джон Керри в ходе дискуссии в Комитете по международным делам не исключил, что США в будущем могут предпринять наземную операцию против Сирии, если этого потребует развитие ситуации. Наблюдатели считают, что американские войска все же могут быть введены в Сирию в том случае, если возникнет опасность попадания сирийского химического оружия в руки террористов. Перспективы развития событий в случае начала военной операции против Сирии труднопредсказуемы – Сирийские ПВО достаточно многочисленны для того, чтобы создать американским военным серьезные трудности, да и «ни один план сражения не переживает встречи с противником». При этом, хотя Сирия и не является крупным производителем нефти, война несет прямую угрозу маршрутам поставок нефти. Помимо этого сохраняется риск вовлечения в конфликт Ирана и различных иракских группировок. Ирак уже привел войска в повышенную готовность в связи с планами США. Конфликт в Сирии привел к ухудшению обстановки в Ираке, так как на стороне сирийских оппозиционеров воюют антиправительственные иракские группировки, связанные с «Аль-Каидой». В этом году в Ираке в межконфессиональных столкновениях между шиитами и суннитами погибли более 4 тысяч человек. Есть опасения, что страна скатывается к гражданской войне. Страдает иракская нефтяная инфраструктура – так, третьего сентября в очередной раз была прекращена перекачка нефти из Ирака в Турцию в связи с подрывом трубопровода Киркук-Джейхан, причем иракская сторона утверждает, что подобного рода инциденты отмечались на нефтепроводе более 30 раз с начала года. Некоторые аналитики уже предрекают Ираку апокалиптический сценарий – так, политолог Даниэл Грэбер считает, что скоро страну снова захлестнет анархия, революционные мятежи и межрелигиозная война, которая погубит ТЭК Ирака и не оставит камня на камне от многомиллиардных инвестиций западных компаний. Так или иначе, **по какому бы сценарию ни развивалась ситуация в Сирии, в ближайшие месяцы напряженность будет сохраняться и котировки нефти останутся выше 110 долл. за баррель. С началом же бомбардировок котировки могут легко преодолеть 120 долл. за баррель.**

■ **Динамика фондового рынка в сентябре будет определяться двумя глобальными факторами –**

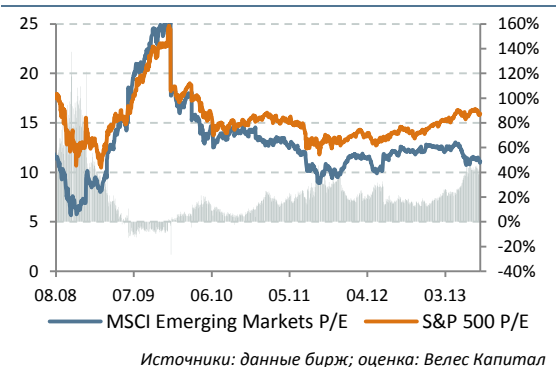
Длинные позиции спекулянтов



Лидеры и аутсайдеры российского рынка



Рисковая премия вернулась к максимумам



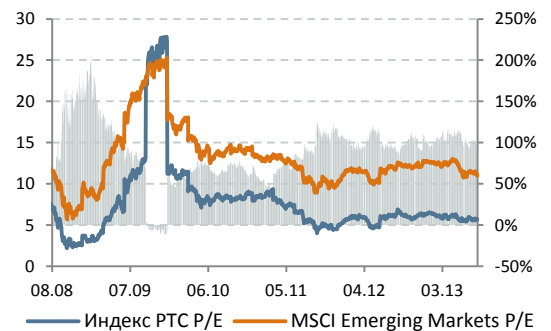


перспективами сворачивания QE развитием ситуации в Сирии. Кроме того, может снова всплыть на поверхность проблема повышения потолка госдолга с США. При этом эти три вопроса тесно взаимосвязаны, и неопределенность ситуации с потолком госдолга в совокупности с перспективами военной операции в Сирии будут способствовать отсрочке решения о сворачивании программы количественного смягчения. Также следует отметить, что, несмотря на некоторое улучшение экономических индикаторов, темпы роста экономики в США остаются умеренными и кардинального улучшения ситуации на рынке труда не наблюдается. Мы считаем, что под влиянием всего вышеперечисленного **ФРС не пойдет на сворачивание QE в сентябре, что может послужить поводом для краткосрочного ралли на фондовых рынках во второй половине месяца.** Котировки нефти как минимум закрепятся на достигнутых уровнях, что будет способствовать росту привлекательности нефтегазового сектора и российского рынка в целом. **В сентябре мы делаем ставку на рост в нетегазовых акциях.** Обратить внимание стоит на **Роснефть**, где возможно движение на новых соглашениях с Китаем; **префы Башнефти** – которые продолжают рост в ожидании решения по дивидендам, которое будет принято в конце октября; **Газпром нефть**, бумаги которой остаются интересными даже после закрытия реестра по промежуточным дивидендам; **префы Сргутнефтегаза** – самое время начать покупки в ожидании высокой дивидендной доходности по результатам 2013 г. Помимо нефтегазового сектора консервативные инвесторы могут сыграть на акциях **Верофарма**, в которых ожидается объявление обязательной оферты. С технической точки зрения остаются интересными бумаги **МТС**.

Август на денежном рынке характеризовался относительным спокойствием, при этом нервы участникам подпортили даже не столько налоговые платежи, сколько очередные эксперименты Банка России по сокращению лимитов о/п на аукционах прямого РЕПО. Так, с начала месяца ЦБ начал планомерно «резать» однодневные лимиты, и накануне расчетов по обязательным страховым платежам (по традиции открывавшим налоговый период) банки остались с минимальным лимитом о/п в размере 10 млрд руб., а индикативная MosPrime о/п за пару дней подскочила на «полфигуры» (до 6,3% годовых). Впрочем, регулятор достаточно оперативно «опомнился» и в дни следующих крупных налоговых платежей (НДС и НДСПИ) предлагал участникам однодневные лимиты, которые банки даже не выбирали полностью.

Главной ценой спокойствия рынка и относительной

Россия продолжает отставать



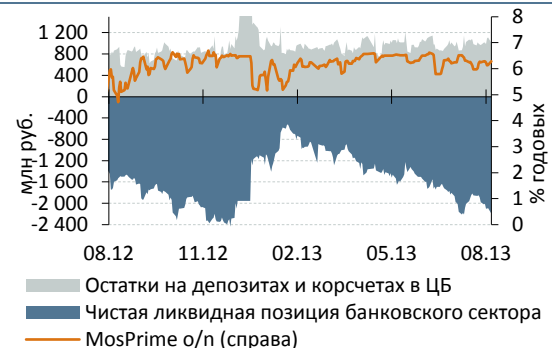
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

PTC и CDS на Россию



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Ликвидность



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Индекс ММВБ облигации



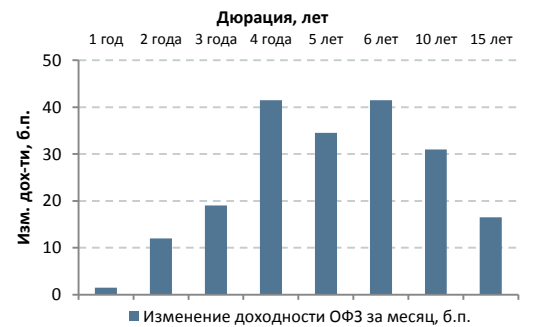
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



стабильности ставок остается рост задолженности банковского сектора перед ЦБ и Росказначейством. Так, уже в конце июля чистая отрицательная позиция банков превысила отметку в 2 трлн руб., тем самым опережая график 2012 г., где вышеуказанная отметка была достигнута лишь в ноябре. Мы полагаем, что до конца текущего года чистая отрицательная ликвидность превысит уровень в 2,5 трлн руб. (обновив таким образом максимум прошлого года), однако «верхние» значения MosPrime o/n в целом не выйдут за пределы диапазона 6,50-6,60% годовых, что соответствует максимумам предыдущего года.

- На внутреннем валютном рынке рубль остается под давлением негативных ожиданий скорого сворачивания программы количественного смягчения в США. При этом, хотя большинство инвесторов на торговых площадках уже явно смирилось и в какой-то степени готово к данному событию, сохраняющаяся (после каждого нового заседания или комментария ФРС и ее представителей) неопределенность относительно его сроков увеличивает нервозность на рынках, в том числе и валютном, наделяя доллар все большей «огнеупорностью». Так, в последнее время рубль почти не получает ощутимой поддержки от нефтяных котировок (несмотря на их рост), не говоря уже о внутренних налоговых платежах. В результате пока не видно ни одного явного фактора, способного сдвинуть американскую валюту с отметки в 33 руб., в то время как ожидания и «официальный» старт сворачивания QE лишь сохраняют существенный потенциал для дальнейшего укрепления «зеленого» в диапазоне 33,5-34,0 руб.
- В августе внутренний долговой рынок ожидаемо повторял динамику UST, отыгрывая опасения сворачивания QE3 в сентябре и риски глобального роста доходностей госзаймов. Правда, невысокая торговая активность в летний период сдержала рост ставок, и доходность ОФЗ выросла на 20-40 б.п. На вторичном рынке торговая активность была невысокой, поэтому цены по итогам месяца изменились не столь существенно. Просадка около 15-40 б.п. прошла по займам 1-го эшелона: ФСК-10, -21, НЛМК БО-7, Роснефть-5. Во 2-м эшелоне под давлением оказались займы Вымпелком-1, -4, МТС-2, МОЭСК БО-1. Первичный рынок не радовал объемом размещений. Большая часть размещений прошла еще в начале месяца: Росбанк-3, ГПБ-5, НЛМК-11, НЛМК-12, Русславбанк-1, Нижегородская и Белгородская области. Окончание же месяца на фоне опасений роста ставок после сворачивания QE было еще более скудным: ФК Открытие-6, МСП Банк-1 и 2, Альфа-Банк-9, СУЭК-5.
- Кроме того, август запомнился первой за долгое время реструктуризацией облигаций. ТГК-2 объявила, что не

Изменение доходности ОФЗ за месяц



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



сможет погасить долг по займу серии БО-1, и назначила агента по реструктуризации. При этом на сентябрь запланировано размещение нового выпуска серии БО-2, который, по всей видимости, и будет направлен на погашение дефолтного выпуска. Размещение же либо пройдет в пользу крупного инвестора (скорее всего, госбанка), либо текущим держателям будет предложено обменять выпуск БО-1 на новый. **Данный прецедент оказал неблагоприятное влияние на весь сектор электроэнергетики, поскольку теперь инвесторы с опаской будут смотреть на займы сегмента. Отдельно отметим, что на ближайшие месяцы запланированы оферты ТГК-5 и ТГК-6, чье финансовое положение также вызывает опасения.**

- ✎ Вторичный рынок в сентябре будет отыгрывать новости о QE, и поскольку ясности в сроках сворачивания программы до сих пор нет, начало месяца может выдаться довольно-таки скучным. В дальнейшем же стоит ориентироваться на исход заседания ФРС. В этой связи мы рекомендуем воздержаться от активных спекуляций и сосредоточиться на коротких бумагах с высокой доходностью в рамках стратегии buy&hold. Рекомендуем обратить внимание на выпуски МТС-3, -4, Акрон-3, Система-2, Совкомбанк-2, КБ «Ренессанс Кредит» БО-3, Национальный Стандарт БО-2, Русславбанк-1.

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 2013 г.

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



Департамент активных операций

Евгений Шиленков
Директор департамента
EShilentkov@veles-capital.ru

Денис Саранцев
Управляющий директор по активным операциям
DSarantsev@veles-capital.ru

Михаил Васильев
Заместитель управляющего директора по
активным операциям
MVasilyev@veles-capital.ru

Александр Антипов
Начальник управления операций на рынке акций
AAntipov@veles-capital.ru

Алексей Никогосов
Сейлз-трейдер
ANikogosov@veles-capital.ru

Вячеслав Беззубенко
Сейлз-трейдер
VBezzubenko@veles-capital.ru

Александр Цветков
Сейлз-трейдер
ATsvetkov@veles-capital.ru

Артем Московский
Сейлз-трейдер
AMoskovsky@veles-capital.ru

Елена Дэйвиз
Сейлз-трейдер
JDavies@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