

Ситуация на рынке в апреле Обзор за месяц и прогноз на перспективу

События и комментарии

Еврозона

В апреле ситуация в еврозоне ухудшилась. Помимо вполне предсказуемого углубления рецессии, негативные события произошли и на долговом рынке. Так, доходность испанских и итальянских облигаций значительно выросла в начале месяца на фоне опасений относительно устойчивости бюджетной системы Испании.

Доходность испанских 10-летних облигаций, например, выросла с 5,36% годовых в начале месяца до 6,05% в середине апреля. Всплеск доходности на вторичном рынке спровоцировал и увеличение доходностей на аукционах по размещению суверенных бумаг. Доходность по всем размещенным в апреле выпускам (от краткосрочных векселей до 10-летних облигаций) выросла. Опять же это было характерно как для испанских, так и для итальянских бумаг. Заметим, что ЕЦБ не вмешивался в рыночную ситуацию, программа SMP по покупке облигаций со вторичного рынка не возобновлялась.

Несмотря на рост доходностей на первичном рынке, спрос при размещениях был довольно сильным. В большинстве случаев он оказывался даже выше, чем на предыдущих аукционах. Например, на аукционе по размещению 10-летних облигаций Испании, доходность увеличилась 344 б.п. по сравнению с предыдущим аукционом и составила 5,74% годовых, однако коэффициент Bid-to-Cover составил 2,42 против 2,17 на прошлом аукционе. Сохранение высокого спроса на бонды позволило снять напряжение на рынке, доходность испанских 10-леток на вторичном рынке опустилась до 5,7% годовых, а итальянских – до 5,4% годовых.

Высокий спрос на испанские бонды был в основном обеспечен банками Испании. Очевидно, что эффект от проведенных аукционов LTRO, в ходе которых было размещено около \$1 трлн., поддерживает высокий спрос на первичном рынке. Однако, в ближайшие месяцы он будет ослабевать, следовательно, рост доходностей на рынке может возобновиться, если инвесторы увидят, что реформы бюджетной консолидации как в Испании, так и в Италии идут медленно.

В настоящий момент сохраняются веские основания для того, чтобы страны «периферии» не смогли достигнуть требуемые от них нормативы по уровню бюджетного дефицита и размеру государственного долга. Усомнились в этом и в Standard & Poor's, понизив рейтинг Испании сразу на 2 ступени до BBB-, сохранив негативный прогноз. Основанием для понижения стало ухудшение прогнозов по росту экономики, долговой нагрузке и бюджетного дефицита Испании в ближайшее время. Так, в S&P ожидают, что испанская экономика сократится в текущем году на 1,5%, а в следующем – на 0,3%.



В агентстве прогнозируют, что цели по бюджетному дефициту, установленные испанским правительством на этот год (5,3% от ВВП в этом году, и 3,0% - в 2013 году) не будут достигнуты. Аналитики S&P в 2012 году ожидают увидеть этот показатель на уровне 6,2% в этом году, и 4,8% - в следующем. Повышен и прогноз по росту долговой нагрузки – с 64,6% до 76,6% от ВВП.

Серьезной проблемой для Испании остается и банковский сектор. Так, Инвесторов напугала новость о частичной национализации испанского банка Bankia. В частности, правительство Испании решило конвертировать кредит в 4,47 млрд. евро, в 45,0% акций. Слабость банковского сектора Испании является одним из главных факторов вероятного ухудшения платежеспособности страны в ближайшем будущем. В частности, необходимость спасти банка может привести к еще большему раздуванию бюджетного дефицита и государственного долга.

Трудно предсказать однозначно, когда может произойти очередной всплеск доходностей на рынке Европы, однако, очевидно, что вероятность нового роста доходностей высока как в мае, так и в последующие месяцы.

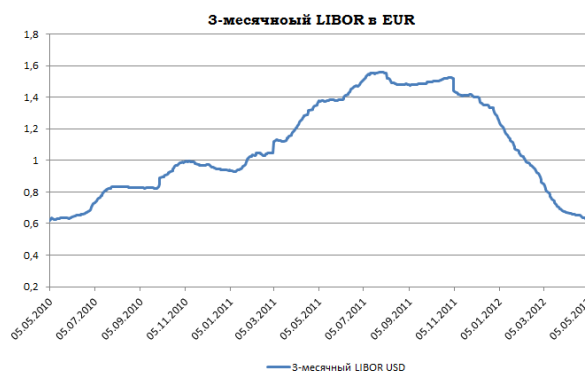
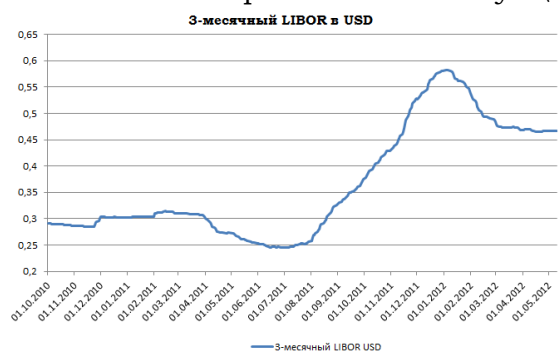
Негатива в Европе добавляет не только продолжающаяся рецессия и высокая долговая нагрузка, но также социальная нестабильность и политическая неопределенность. Так, на парламентских выборах, прошедших в Греции в начале мая, ни одна из правящих политических партий не набрала более 20,0% голосов. Кроме этого, второе место на выборах заняла радикальная левая партия, которая выступает против программы помощи от международных кредиторов. Уже две попытки сформировать правительство закончились безрезультатно. Если правительство так и не сформируют, 17 мая будут объявлены новые выборы.

Не смогла избежать политической неопределенности и Голландия. В середине месяца, правительство страны ушло в отставку, не достигнув соглашения с оппозиционной партией в Парламенте страны относительно бюджетных мер экономии. В конечном итоге необходимый пакет реформ, позволяющей Нидерландам сэкономить 12,3 млрд. евро был принят, однако 12 сентября будут проведены парламентские выборы. Несмотря на то, что платежеспособность Нидерландов остается на высоком уровне, фактор политической неопределенности сохраняется.

На денежном рынке Европы сохранялась относительно стабильная ситуация. Ставка 3-месячного LIBOR в евро продолжала падать, и опустилась на 6 б.п. до 0,62% годовых – минимума с весны 2010 года. Эта динамика отражает как мягкую монетарную политику ЕЦБ, так и комфортную ситуацию на денежном рынке в еврозоне.

Прошедшее в начале мая заседание ЕЦБ не оправдало надежд участников рынка, которые полагали, что регулятор намекнет на вероятность дальнейшего монетарного смягчения. Однако ЕЦБ сохранил ставку без изменения. На пресс-конференции М. Драги отметил, что выход из сложившейся ситуации в Европе в значительной степени лежит на плечах локальных правительств, а не ЕЦБ.

Очевидно, что пока, ЕЦБ занял выжидательную позицию, и, судя по всему, не намерен снижать базовую ставку в ближайшие месяцы. По нашему мнению, не увидим мы в ближайшее время и новых аукционов



по предоставлению 3-летней ликвидности, а программа SMP будет разморожена только в случае, если доходности испанских или итальянских 10-летних облигаций приблизиться к отметке 7,0% годовых. Отметим, что ЕЦБ в последнее время находится под сильным давлением со стороны Бундесбанка (центрального банка Германии), который призывает ЕЦБ прекратить дальнейшее смягчение монетарной политики.

Падение экономической активности в еврозоне продолжалось четвертый месяц подряд. Почти вся статистика, выходящая в апреле, свидетельствовала об усилении рецессии. Уровень безработицы в еврозоне по итогам марта вырос до 10,9% - что стало очередным рекордным показателем с момента создания валютного союза. Рост безработиц наблюдался как в странах «периферии», так и в устойчивых странах Европы. В частности, безработица в Испании достигла максимального уровня в 24,4%, т.е. почти каждый четвертый испанец из числа экономически активного населения страны сейчас без работы. Уровень безработицы в Италии взлетел по итогам марта до 9,8%, тогда как месяц назад составлял 9,4%. До 6,8% выросла безработица и в Германии.

В целом по еврозоне также наблюдается падение инфляции, по предварительным данным по итогам апреля она снизилась до 2,5%, что также объясняется экономическим спадом. Если до конца года не произойдет резкого скачка цен на топливо и продовольствие, инфляция в Европе приблизится к 2,0%.

Негативные сигналы пока дают и опережающие индикаторы. Так, производственный индекс PMI в апреле упал до 45,9 б.п., что является самым низким уровнем с лета 2009 года. При этом снижение индексов PMI было зафиксировано даже у Германии и Франции.

Умеренно позитивными были данные по изменению розничных продаж. В частности, объем розничных продаж в марте в еврозоне сократился всего на 0,2% г/г, при ожиданиях падения на 1,1%. В Германии при этом, розничные продажи выросли на 2,3% г/г.

В целом экономика еврозоны продолжает переживать острую фазу рецессии и пока намеков на изменение тренда нет. Именно продолжение экономического спада приводит к росту страхов на рынке, связанных с проведением необходимых реформ. Без экономического роста, только сокращение расходов и увеличение налогов не приведет к желаемому результату в ближайшие год-два. Именно поэтому, основной повесткой саммита ЕС, который состоится 18-19 июня, станут вопросы экономического роста, а не ужесточения мер бюджетной экономии. Впрочем, политики Европы в очередной раз демонстрируют медлительность в принятии важных решений. В том числе и по этой причине, вероятность новых обострений на долговом рынке Европы в ближайшие месяцы высока.

Экономическая статистика по Еврозоне, опубликованная в апреле

Показатель	Факт	Ожидания	Предыдущее значение
Уровень безработицы в еврозоне в марте, г/г	10,9	10,9	10,8
Индекс потребительских цен в еврозоне в марте, г/г,%	2,7	2,6	2,6
Индекс потребительских цен в еврозоне в апреле (прогноз), г/г,%	2,6	2,5	2,7
PMI: производственный индекс в апреле	45,9	46,0	46,0
Розничные продажи в марте, г/г, %	-0,2	-1,1	-2,1
Уровень безработицы в Германии в феврале, %, г/г	6,8	6,7	6,8
Индекс потребительских цен в Германии в марте (предварит.), г/г, %	2,0	2,0	2,1
Розничные продажи, г/г, %	2,3	0,5	2,1

Источник: Bloomberg

США

Статистика, выходящая в США в апреле, была довольно противоречивой. С одной стороны, ситуация на рынке труда немного ухудшилась по сравнению с предыдущими месяцами 2012 года. Так, количество рабочих мест, созданных в несельскохозяйственного сектора (non-farm payrolls) в апреле снизилось до 115 тыс. человек – минимального уровня с октября прошлого года. Негативное влияние на уровень non-farm payrolls оказало сокращение рабочих мест в транспортном и строительном секторе. При этом уровень безработицы снизился до 8,1%, а всего количество безработных за месяц сократилось в США на 173 тыс. человек (в марте наблюдалось сокращение на 133 тыс. человек). Довольно сильно в первые три недели месяца выросли и первичные заявки на пособие по безработице, к середине месяца они достигали 392 тыс., правда, в последнюю неделю апреля упали о 365 тыс. Объем вторичных заявок на пособие по безработице по итогам месяца почти не изменился. В целом можно констатировать, что улучшения на рынке труда продолжают, но их темп замедлился, что оказало негативное влияние на динамику рынков в начале мая. Кроме того, более слабые данные по рынку труда вновь породили волну ожиданий нового монетарного стимулирования со стороны ФРС.

Негативно на настроениях инвесторов отразилась и первая оценка по ВВП США за 1 квартал 2012 года. ВВП вырос на 2,2%, что оказалось хуже ожиданий (+2,5%) и хуже динамики 4 квартала предыдущего года (+3,0%).

В остальном статистика из США была относительно сильной. Вновь рост показали опережающие индикаторы. В частности, индекс ISM Manufacturing, показывающий уровень деловой активности в промышленном секторе, вырос до 54,8 пунктов. Рост показал и индекс потребительского доверия Мичиганского Университета, в апреле его значение достигло уровня 76,4 пунктов. В потребительском секторе не произошло существенных изменений, объем розничных продаж увеличился по итогам марта на 0,8%.

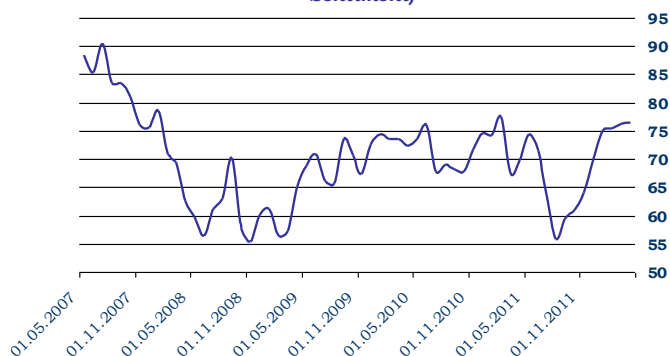
Базовая инфляция по итогам марта не изменилась и осталась на уровне 0,2% м/м, а в годовом выражении – 2,3%. При этом, общий уровень потребительских цен в годовом выражении сократился с 2,9% до 2,7%. Как и предполагали в ФРС, влияние резкого роста

Экономическая статистика по США, опубликованная в апреле

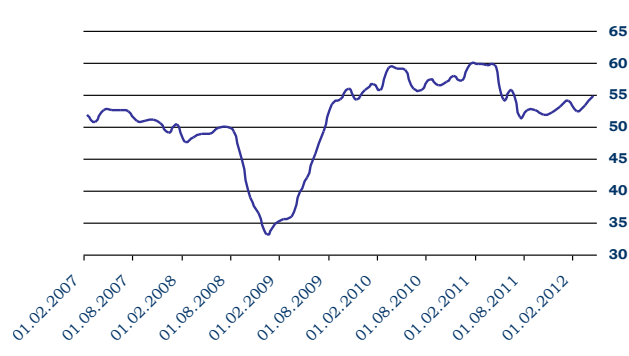
Показатель	Факт	Ожидания	Предыдущее значение
ВВП за 1 кв. 2012, первая оценка	2,2	2,5	3,0
Уровень безработицы в апреле, %	8,1	8,2	8,2
Non-farm payrolls, тыс.	115	160	154
Промышленное производство в марте %	0,0	0,3	0,0
Базовая инфляция в марте, г/г, %	2,3	2,2	2,2
Розничные продажи в марте, %	0,8	0,3	1,1
Потребительское доверие Мичиганского Университета в апреле, пунктов	76,4	75,7	76,2
ISM в производственном секторе в апреле	54,8	53,0	53,4

Источник: Bloomberg

Индекс потребительского доверия в США (Michigan Sentiment)



Индекс деловой активности (ISM) в США



цен на энергоносители в этом году носило временный характер, в долгосрочной перспективе инфляционные ожидания остаются стабильными.

Текущий уровень инфляции остается вблизи 2,0% в годовом выражении или 0,2% - в месячном. Напомним, что помимо уровня безработицы, ФРС, принимая решения о новых монетарных стимулах, ориентируется на индекс потребительских цен. Существующий уровень инфляции пока играет «против» новых программ смягчения.

Относительно слабые данные по рынку труда и ВВП США, привели к сильному падению доходности американских казначейских облигаций в апреле. Так, доходность UST-10 упала с 2,21% годовых в начале апреля до 1,88% годовых в начале мая. Падение доходности было вызвано, прежде всего, ожиданиями нового вливания денег.

Отметим, что следующее заседание ФРС, на котором может быть объявлено о каких-либо программах стимулирования, состоится только 20 июня. В этой связи, в ближайшие недели именно спекуляции вокруг вероятности нового QE станут главным драйвером на рынке. При этом, уверенности в том, что ФРС решится на новые шаги пока нет. Подобная неопределенность приведет к сильной рыночной волатильности в мае, в том числе и на рынке US treasuries. В мае мы ожидаем, что доходность 10-летних облигаций США будет оставаться в диапазоне 1,8-2,0% годовых.



Российские еврооблигации

Вторичный рынок

Для российских еврооблигаций апрель завершился позитивно, цены большинства бумаг выросли. Сильный рост продемонстрировали суверенные еврооблигации России, в среднем за месяц они прибавили 2,3%. Однако лидером роста на рынке стал размещенный в конце марта новый суверенный евробонд Россия-42. За месяц он взлетел на 5,9% (!) достигнув рекордного уровня в 107,1% от номинала. Доходность с начала размещения по выпуску снизилась на 37 б.п. На этом фоне, бенчмарк российского рынка, выпуск Россия-30 вырос на «скромные» 1,15%, однако доходность по выпуску в начале мая опустилась до исторического минимума – 3,82% годовых. Другие недавно размещенные бумаги также сильно прибавили: выпуск Россия-22 вырос почти на 4,0%, а выпуск Россия-17 прибавил 1,3%.

Тем не менее, спрэд между выпуском Россия-30 и облигациями Бразилии и Мексики



не показал снижения.

Спрэд Россия-30-Мексика-17 расширился на 14 б.п. до 209 б.п., а спрэд Россия-30-Бразилия-17 увеличился до 225 б.п., тогда как на начало месяца составлял 214 б.п. Таким образом, нельзя сказать, что за прошедший месяц был существенно переоценён кредитный риск России. Скорее российские бумаги покупали вместе с остальными активами из развивающихся стран на фоне сохранения избыточной ликвидности на рынках, а также падения доходности UST-10.

В корпоративном секторе наибольший рост показали евробонды с наибольшей дюрацией, в частности «длинные» бумаги ВЭБа и Газпрома. Так, ВЭБ-25 и ВЭБ-20 взлетели почти на 4,0%, рост более 3,0% показали выпуски Газпром-34, Газпром-37 и Газпром-21. На 2,2% ростом завершили месяц также ВТБ-20, РЖД-22 и Сбербанк-22.

Основная часть выпусков металлургических компаний и «длинных» бумаг нефтяного и банковского сектора выросли в диапазоне от 1,0 до 2,0%. Например, Вымпелком-18 вырос на 1,8%, как и Альфа-банк-21. Выпуск Евраз-18 прибавил 1,3%, а Металлоинвест-16 вырос на 1,6%.

Неплохой рост цен показали и «короткие» выпуски с погашением через 1-2 года. В частности, РСХБ-14 вырос на 0,6%, а ХКФБ-14 прибавил 0,7%. По 0,5% прибавили за месяц Адроса-14 и Номос-банк-13.

В нефтегазовом секторе отстающими от рынка стали оба выпуска Новатэка, рост в которых не превысил по итогам месяца 0,3%. Причиной подобной динамики стало принятие решения об увеличении ставок НДС на газ для частных производителей газа.

В металлургическом секторе от рынка отстали бумаги Северстали, которые торгуются на своих справедливых уровнях по доходности, с нашей точки зрения.

Аутсайдером на рынке в апреле стал Промсвязьбанк, бумаги которого показали наибольшее падение. Поводом послужила статья в газете «Ведомости» о вероятном отзыве владельца банка Д. Ананьева из Совета Федерации, а также о его вероятном уголовном преследовании. По итогам месяца евробонды Промсвязьбанк-16 и Промсвязьбанк-18 потеряли более 1,0%, Промсвязьбанк-13 снизился почти на 1,0%.

В мае, как мы уже отметили, мы прогнозируем значительное увеличение рыночной волатильности. Кроме того, мы полагаем, что рискованные активы, в том числе и российское евробонды будут находиться под давлением. Причинами для этого станет негативный внешний фон, который будет способствовать снижению спроса на риск. В то же время, пока трудно предсказать, насколько ожидания QE3 будут сильными, поэтому мы не исключаем резких подъемов в течение месяца.

В целом большую часть портфеля мы рекомендуем сохранять в еврооблигациях со сроками погашения до 3 лет.

В рамках этой стратегии нам интересны следующие выпуски:

- ✓ ККБ-13 и ККБ-14. Выпуски торгуются с доходностями 6,7% и 9,0% годовых.
- ✓ Ренессанс Капитал-13 и ТКС-банк-14, доходности к погашению которых составляют 7,6% и 11,0% годовых соответственно;
- ✓ Промсвязьбанк-14 (выпуск с погашением через 2 года торгуется с доходностью 6,6% годовых, что дает существенную премию к бумагам российских банков второго эшелона);
- ✓ ХКФБ-14 (выпуск эмитента с рейтингом ВВ- торгуется с доходностью 5,2% годовых).

Несмотря на прогнозируемый рост волатильности, мы полагаем, что интерес инвесторов к рынкам ЕМ в мае сохранится, поэтому мы не исключаем новых размещений на первичном рынке.

Первичный рынок

Как мы и предполагали месяц назад, успешное размещение российских суверенных еврооблигаций, открыло рынок для широкого круга корпоративных эмитентов. Всего в апреле было осуществлено 8 эмиссий общим объемом \$4,22 млрд.

В начале месяца **ВТБ** разместил 5-летние евробонды объемом \$1,5 млрд. Ставка купона составила 6,0% годовых. Кроме того, ВТБ сохранил традицию занимать в «экзотических» валютах, в частности были размещены евробонды на 300 млн. турецких лир (\$171 млн.).

Кроме того, **Евраз** успешно разместил еврооблигации объемом \$600 млн. сроком на 5 лет. Ставка купона была установлена на уровне 7,4% годовых. Спустя 5 дней после размещения, Евраз-17 достигал 102,5% от номинала, однако затем к 100,0% от номинала.

В банковском секторе на рынок вышли Промсвязьбанк, Номос-банк и Газпромбанк. Так, **Промсвязьбанк** успешно разместил еврооблигации объемом \$400 млн. сроком на 5 лет. Ставка купона составила 8,5% годовых. Размещение прошло без премии к рынку и было неинтересным. По этой причине, цена выпуска на вторичном рынке ни разу не превысила 100,0% от номинала, сейчас выпуск торгуется по 99,5% от номинала.

ОАО «Номос-банк» привлек \$500 млн., разместив 7-летний субординированный евробонд со ставкой купона – 10,0% годовых эмитент предложил существенную премию рынку, которую мы оценивали в районе 100 б.п. На вторичном рынке после размещения, цена выпуска достигала 100,5%, однако из-за негативного внешнего фона, вновь опустилась к 100,0% от номинала.

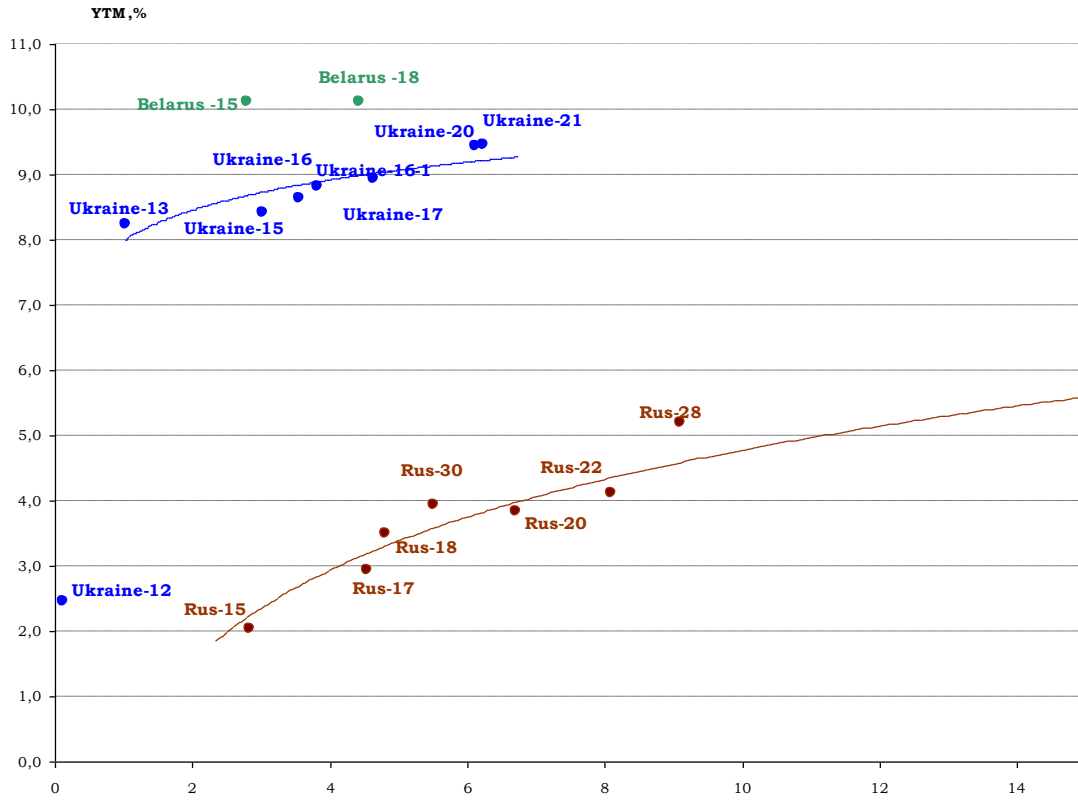
Газпромбанк, разместил 7-летние субординированные еврооблигации объемом \$500 млн., ставка купона по займу была установлена на уровне 7,25%, что соответствует нижней границе макетируемого диапазона. По нашим оценкам, премия к рынку составляла около 50 б.п. После выхода на вторичный рынок цена евробонда достигала 101,6% от номинала, сейчас выпуск торгуется в районе 101,0% от номинала.

Наконец, **ОАО «Распадская»** разместила еврооблигации объемом \$400 млн. сроком на 5 лет. Ставка купона была установлена на уровне 7,75%. По словам организаторов, спрос на бонды составлял около \$1 млрд. По нашему мнению, выпуск был размещен по своей справедливой доходности. После роста до 100,8% от номинала, сейчас цена опустилась до 100,0%.

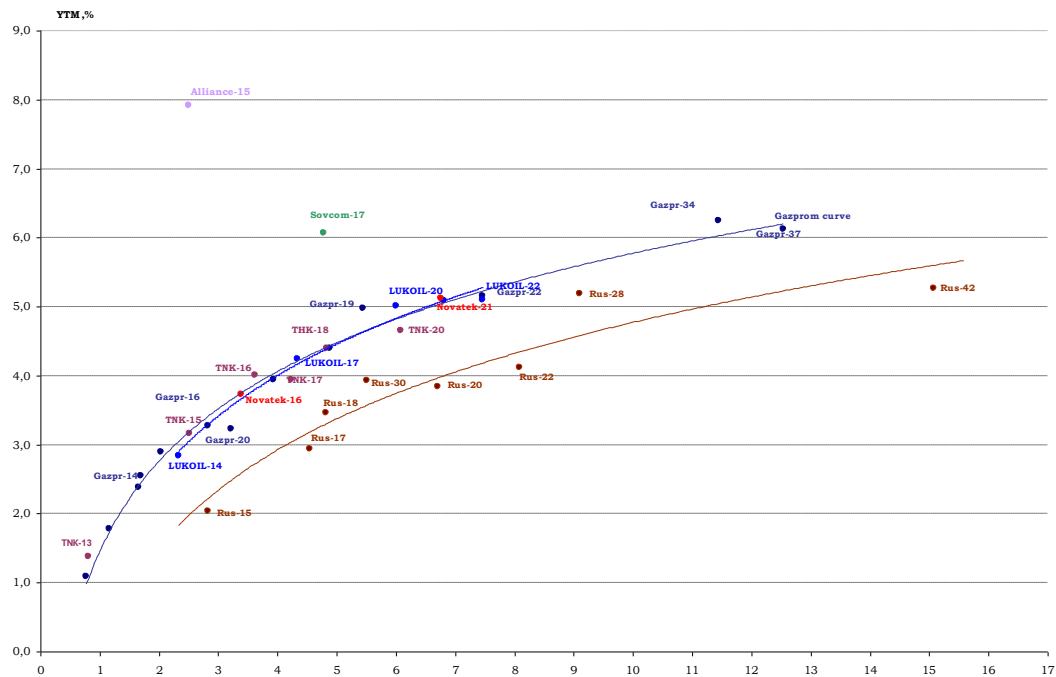
В мае, активность на первичном рынке сохранится на высоком уровне. В частности, о намерении разместить евробонды заявляли АФК «Систем» и Газпромбанк. В то же время, мы не исключаем, что прогнозируемый нами рост волатильности и может оказать негативное влияние на спрос. Эмитентам при этом вновь нужно будет искать наиболее благоприятные периоды на рынке.

Карты доходности

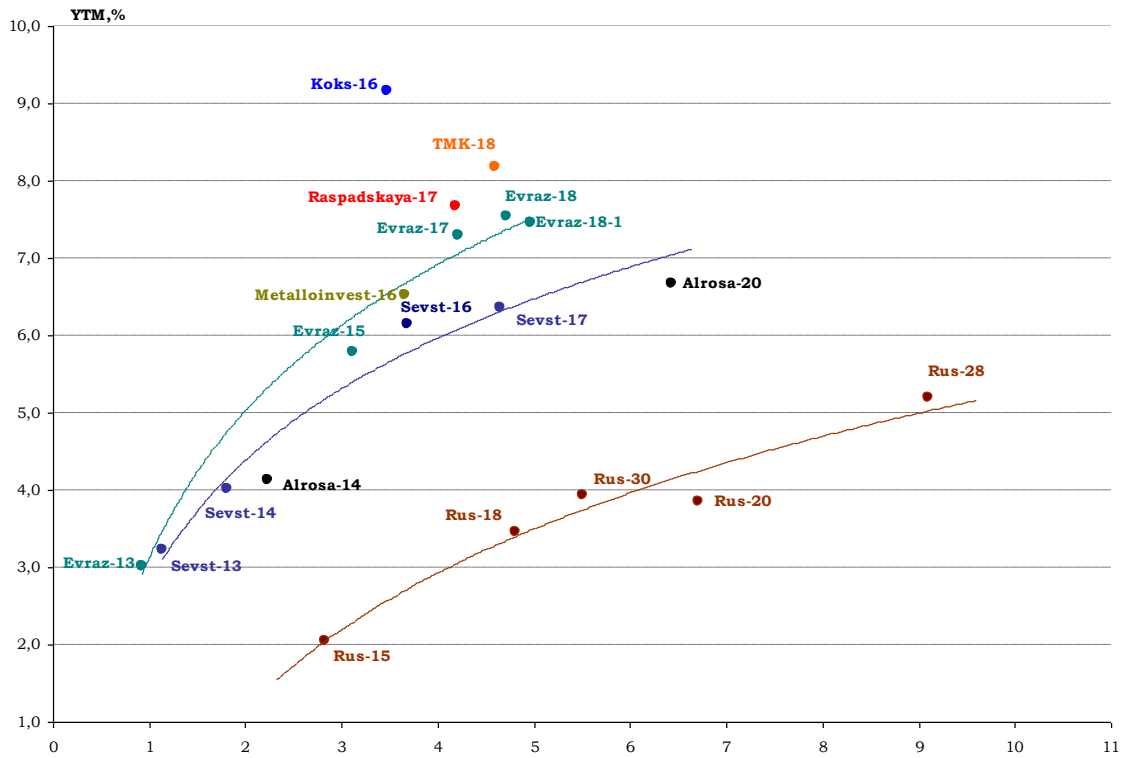
Суверенные еврооблигации



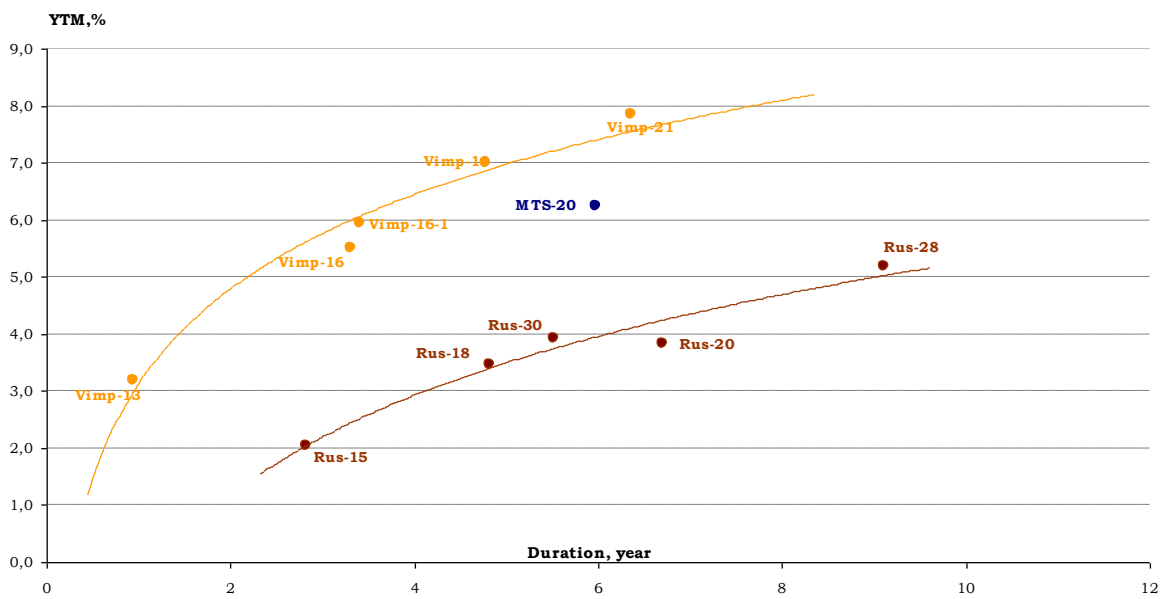
Корпоративные еврооблигации: нефтегазовый сектор



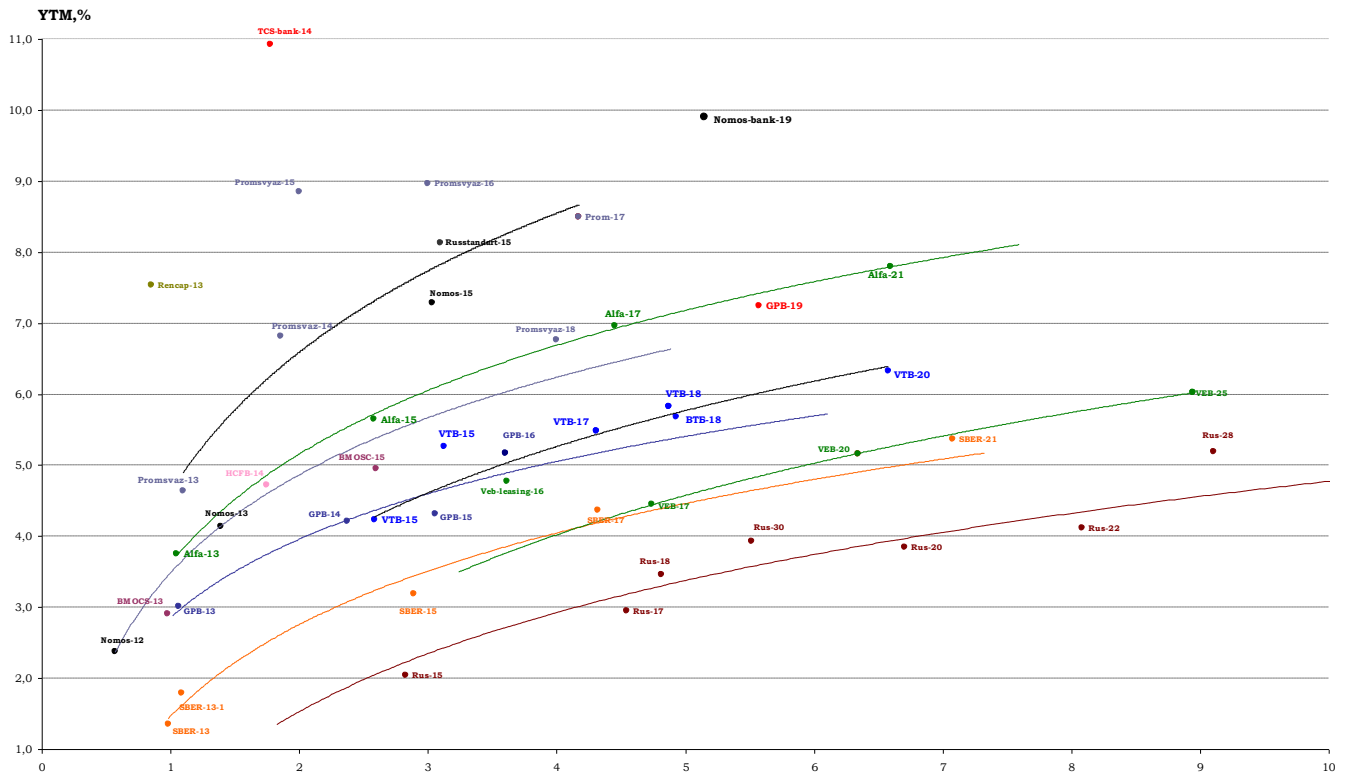
Корпоративные еврооблигации: металлургический и горнодобывающий сектор



Корпоративные еврооблигации: телекомы



Корпоративные еврооблигации: банки



Контактная информация

Департамент торговли и продаж

Лосев Алексей Сергеевич	Тел. +7 (495) 781 73 03
Хомяков Илья Маркович	Тел. +7 (495) 781 73 05
Куш Алексей Михайлович	Тел. +7 (495) 781 73 01
Полторанов Николай Владимирович	Тел. +7 (495) 781 73 04
Ким Игорь Львович	Тел. +7 (495) 781 73 05
Тимощенко Юрий Геннадьевич	Тел. +7 (495) 781 02 02

Аналитический департамент

Василиади Павел Анатольевич	Тел. +7 (495) 781 72 97
Балакирев Илья Андреевич	Тел. +7 (495) 781 02 02
Козлов Алексей Александрович	Тел. +7 (495) 781 73 06
Назаров Дмитрий Сергеевич	Тел. +7 (495) 781 02 02
Королева Виктория Сергеевна	Тел. +7 (495) 781 02 02
Милостнова Анна Валентиновна	Тел. +7 (495) 781 02 02

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, основаны единственно на заключениях аналитиков компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс» не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс». ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

