

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

События и комментарии

Евразона

Второй месяц в новом году ситуация на мировых финансовых рынках оставалась исключительно позитивной. Немалую роль в этом сыграла и стабильность на долговом рынке Европы, которая сохранялась в феврале.

Несмотря на сохранение неопределенности, связанной с одобрением второго пакета помощи Греции, доходности облигаций Италии продолжали снижаться. Так, на аукционе, который завершился в конце февраля, Италия смогла разместить 10-летние облигации под 5,5% годовых, тогда как в январе аналогичные облигации были проданы под 6,08% годовых.

На вторичном рынке, доходность итальянских 10-леток к началу марта опустилась почти на 100 б.п. до уровня в 5,0% годовых, что является минимумом с ноября 2010 года. Доходность 10-летних облигаций Испании не изменилась и осталась в районе 5,0% годовых, хотя в середине месяца наблюдался довольно сильный скачок, связанный с неопределенностью по Греции.

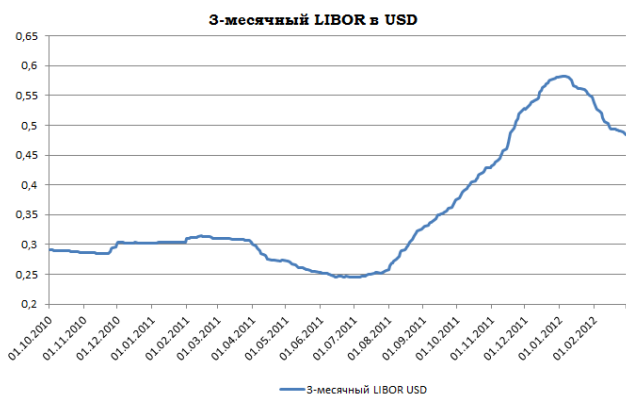


Одной из причин подобной стабильности, которую мы уже неоднократно отмечали, стал аукцион по предоставлению дешевых 3-летних кредитов от ЕЦБ объемом 489 млрд. евро. Банки продолжали покупать высокодоходные суверенные облигации стран еврозоны. Так, в феврале, банки Испании купили суверенные бумаги примерно на 23,1 млрд. евро, банки Италии – на 20,6 млрд. евро.

В ближайший месяц есть много предпосылок, для того, чтобы подобная ситуация сохранилась. Главная из них – итоги второго аукциона LTRO по предоставлению 3-летних кредитов европейским банкам. Банки заняли у ЕЦБ 530 млрд. евро в среднем под 1,0% годовых. Очевидно, что часть этих средств вновь будет использована для покупки суверенных облигаций, а значит, доходности будут падать. Это снижает долговую нагрузку на страны «периферии» (более низкие проценты) и дает европейским политикам больше времени для урегулирования вопросов бюджетной консолидации.

По информации Reuters, в марте и апреле Италия планирует размещать гособлигации по 45 млрд. евро в месяц. Свободная ликвидность, вероятно, поможет Италии беспрепятственно пройти этот период.





Источник: Bloomberg



Источник: Bloomberg

Комплекс мер ЕЦБ по смягчению монетарной политики позитивно отражался и на стоимости заимствований на межбанковском рынке Европы. Так, ставка 3-месячного долларowego LIBOR продолжила снижаться и опустилась в феврале на 5 б.п. до 0,48%, а стоимость 3-месячного LIBOR в евро упала до 0,9% - минимума с конца 2010 года. Тем не менее, нельзя утверждать, что банки стали активнее кредитовать друг друга, среднемесячный объем депозитов «overnight» в ЕЦБ по-прежнему находился на высоком уровне – около 480 млрд. евро. Отметим, однако, что он почти не изменился по сравнению с январем.



Источник: ЕЦБ, расчеты UFS

Снова добавим, что само по себе монетарное смягчение не способно решить долговые проблемы европейских стран. Кроме того, помимо очевидных «плюсов» программы LTRO, у нее есть и ряд минусов. Во-первых, это риск ускорения роста цен. Пока инфляция сдерживается тем, что большая часть ликвидности после LTRO не идет в реальный сектор экономики и не стимулирует потребительскую активность.

Во-вторых, существует риск того, что решение долговых проблем будет идти крайне медленно. Может наступить момент, когда инвесторы вновь разуверятся в способности выхода из кредитного тупика. При этом у банков на балансах будет еще больший объем суверенных долгов, чем несколько месяцев назад. В этом случае, коллапс банковской системы будет довольно трудно предотвратить.

Добавим, что Reuters со ссылкой на неназванные источники, отмечает, что ЕЦБ больше не хотел бы предоставлять 3-летнюю ликвидность, опасаясь сильной зависимости банков от регулятора.

Внимание инвесторов в феврале было приковано к ситуации с Грецией, которая ожидала одобрения второго пакета помощи объемом 130 млрд. евро несколько месяцев. В итоге, еврогруппа одобрила выделение помощи, за это же проголосовали парламенты Германии и Нидерландов. Условия выделения помощи предполагают обмен обращающихся облигаций Греции на новые 2-летние облигации EFSF (15,0% от объема долга) и новые 30-летние облигации Греции (31,5% от объема долга). В результате сделки, 53,5% номинальной стоимости греческого долга списывается. Потери кредиторов в терминах чистой приведенной стоимости составят около 73,0%. Предполагается, что сделка позволит сократить греческий долг на 107 млрд. евро, а бюджетный дефицит до 120,5% к 2020 году. Это произойдет только в том случае, если Греция проведет в полном объеме реформы бюджетной консолидации. Напомним, что для достижения соглашения, Греция обязалась сократить расходы на 3,3 млрд. евро, в том числе за счет сокращения

пенсий, понижения уровня минимальной заработной платы и сокращения расходов на здравоохранение.

Таким образом, Греция избежит технического дефолта в марте. Однако, вероятность дефолта в последующие месяцы остается высокой. Мы сомневаемся, что Греция будет в состоянии выполнить все взятые на себя обязательства в условиях углубления рецессии. Вновь, перед каждым выделением нового транша, риск того, что «тройка» кредиторов будет недовольна ходом выполнения реформ, очень велик. Это может означать, что Греции может понадобиться дополнительная помощь или очередное списание долга. Тем не менее, до парламентских выборов в апреле, греческая проблема отойдет на второй план.

Среди других важных событий, отметим, что «тройка» кредиторов довольна ходом выполнения реформ в Португалии. Несмотря на то, что прогноз по экономическому спаду был ухудшен с -1,5% до -3,25% на 2012 год, в отчете «тройки» отмечается, что цель по бюджетному дефициту на уровне 4,5% от ВВП достижима. Таким образом, очередной транш Португалии в размере 14,9 млрд. евро будет выделен после соответствующего одобрения МВФ и Еврогруппы.

На саммите ЕС, завершившимся в 2 марта, 25 стран ЕС подписали Бюджетный пакт – документ, который будет регулировать вопросы фискальной дисциплины в регионе. В соответствии с ним, предельный размер структурного дефицита не должен превышать 0,5% от номинального ВВП или 1,0%, если соотношение долга/ВВП не превышает 60,0%. В случае нарушения этих показателей, к стране-нарушителю могут быть применены санкции в размере 0,1% от ВВП. Страны должны привести в соответствие с пактом свои бюджеты к 1 января 2014 года. Чтобы пакт вступил в силу, необходимо, чтобы его ратифицировали минимум 12 стран еврозоны. Из них пока только Ирландия вынесла этот вопрос на национальный референдум.

Вопрос о возможном объединении ESM и EFSF может быть решен до конца марта, однако позиция Германии по этому вопросу пока не изменилась, канцлер А. Меркель против подобного объединения.

Мы полагаем, что подписание пакта – шаг в верном направлении, который позволит оздоровить бюджеты стран ЕС и улучшить финансовую дисциплину. Однако, во-первых, мы считаем, установленные целевые нормативы практически не достижимыми для многих стран, в условиях сохраняющейся рецессии. Во-вторых, на саммите вновь крайне мало внимание было уделено вопросам стимулирования экономического роста немонетарными методами, как в регионе, так и в странах «периферии», в особенности. Это создает риски затяжного экономического спада в Европе, особенно в тех странах, которые вынуждены проводить фискальные реформы.

Кроме того, как мы уже неоднократно отмечали, рецессия затрудняет исполнение этих реформ. Те меры, которые в настоящее время принимаются политиками Европы, мы все еще считаем недостаточными, поскольку не решается главная проблема кризиса – экономические дисбалансы между странами внутри единого валютного пространства не уменьшаются, а становятся только больше.

В феврале, как мы и предполагали,

Экономическая статистика по Еврозоне, опубликованная в феврале

Показатель	Факт	Ожидания	Предыдущее значение
ВВП Еврозоны в 4 кв. 2011,%, г/г	0,7	0,7	1,3
Уровень безработицы в Еврозоне в январе,%, г/г	10,7	10,4	10,6
Индекс потребительских цен в Еврозоне в январе, г/г,%	2,6	2,7	2,7
Индекс потребительских цен в Еврозоне в феврале (предварит.), г/г, %	2,7	2,6	2,6
Пром. производство в Еврозоне в декабре, г/г, %	-2,0	-1,2	-0,1
ВВП Германии в 4 кв. 2011,%, г/г	2,0	2,0	2,0
Уровень безработицы в Германии в январе, %, г/г	6,8	6,7	6,8
Индекс потребительских цен в Германии в феврале (предварит.), г/г, %	2,3	2,1	2,1

Источник: Bloomberg

появились очередные свидетельства экономического спада в еврозоне. Так, несмотря на рост ВВП Еврозоны в 4 квартале на 0,7%, ВВП Италии, Голландии и Португалии снизились в годовом выражении. Рост экономики в 4 квартале по имеющимся данным смогли продемонстрировать только Германия (2,0% г/г), Франция (+1,1% г/г) и Испания (+0,3 г/г). Хотя, по отношению к 3 кварталу 2011 года, даже Германия продемонстрировала спад, ВВП снизился на 0,2%. При этом, уровень безработицы в еврозоне в январе взлетел до максимального уровня за всю историю существования валютного союза – 10,7%.

Январский уровень потребительских цен снизился до 2,6%, а вот в феврале уровень повысился до 2,7%. Повышение инфляции могло быть вызвано сильным ростом цен на нефть в феврале. Это негативный сигнал, поскольку связывает руки ЕЦБ для дальнейшего смягчения монетарной политики в зоне евро.

Опережающие индикаторы не показали существенного изменения в феврале, а индекс производственной активности PMI упал до 49 пунктов против 49,4 пунктов в январе.

В Германии позитивную динамику в феврале смог показать только индекс настроений в деловой среде от ZEW, который неожиданно взлетел до 5,4 пунктов против -21,6 пунктов в январе. Значение производственного индекса PMI опустилось до 50,2 пунктов (52,0 пункта в январе). Уровень безработицы в феврале не изменился и составил 6,8%. В то же время, рост потребительских цен в феврале ускорился до 2,3%.

Тем не менее, экономическая ситуация в Германии намного лучше, чем в остальных странах еврозоны. Так, уровень безработицы в Италии в январе достиг нового пика в 9,2%, ВВП по итогам 4 квартала сократился на 0,5% против ожидавшегося сокращения на 0,2%. А вот цены выросли также как и в остальной Европе, инфляция в феврале составила 3,3%, против 3,1% месяцем ранее, указывая на растущие риски возникновения стагнации в стране.

Мы ожидаем, что мягкая монетарная политика ЕЦБ даст положительный эффект не ранее второго квартала. И хотя, отдельные опережающие индикаторы показывают рост, большинство выходящей макростатистики свидетельствует о продолжении экономического спада в еврозоне.

США

В феврале экономика США продолжала демонстрировать умеренное восстановление. Позитивные изменения были отмечены на рынке труда, также существенно улучшилось потребительское доверие.

Первичные заявки на пособие по безработице приблизились к уровню 350 тыс., а повторные обращения - к 3 400 тыс. – минимума с августа 2008 года. Данных по non-farm payrolls и уровню безработицы за февраль к моменту написания обзора не было. Мы ожидаем сохранения уровня безработицы на прежнем уровне в 8,3%, и снижения количества новых рабочих мест, созданных вне с/х сектора до 190-210 тыс. Напомним, что в январе значение non-farm payrolls составляло 243 тыс. Мы ожидаем замедления по причине некоторого сокращения производственной активности в феврале. Так, индекс ISM в производственном секторе

Экономическая статистика по США, опубликованная в феврале

Показатель	Факт	Ожидания	Предыдущее значение
ВВП за 4 кв. 2011, вторая оценка	3,0	2,8	2,8
Промышленное производство в январе %	0,0	0,7	1,0
Базовая инфляция в январе, г/г, %	2,3	2,2	2,2
Розничные продажи в январе, %	0,4	0,8	0,1
Потребительское доверие в феврале	70,8	63,0	61,1
ISM в производственном секторе в феврале	52,4	54,5	54,1

Источник: Bloomberg

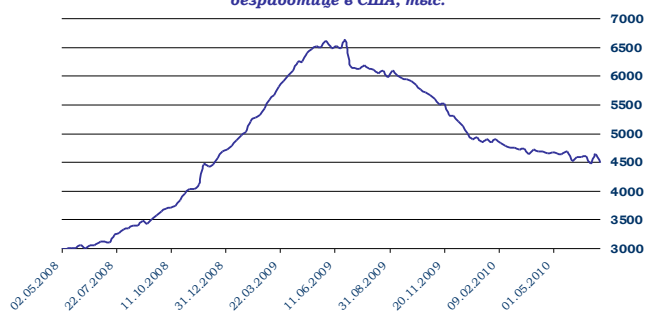
неожиданно сократился до 52,4 пунктов.

Данные, вышедшие в феврале свидетельствовали, что потребительская активность сохранялась на умеренном уровне. Розничные продажи выросли на 0,4%, личные доходы населения выросли на 0,3%, а личные расходы – на 0,2%. Однако, опережающие индикаторы показывали существенный рост потребительского доверия в США. Так, индекс потребительского доверия в феврале взлетел до 70,8 пунктов – максимума с февраля прошлого года. Индекс потребительского доверия университета Мичигана также вырос до 75,0 пунктов. Рост потребительского доверия может позитивно отразиться на розничных продажах в ближайшие 2-3 месяца.

Количество первичных обращений за пособиями по безработице в США, тыс.

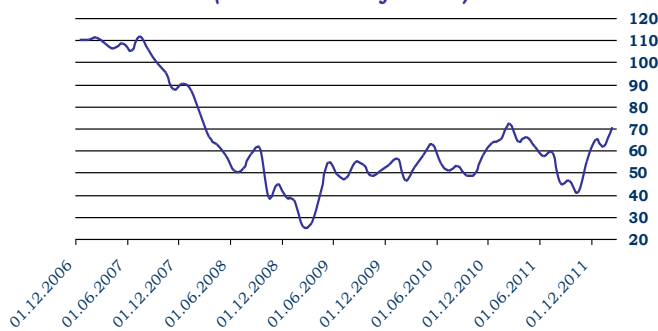


Количество повторных обращений за пособиями по безработице в США, тыс.

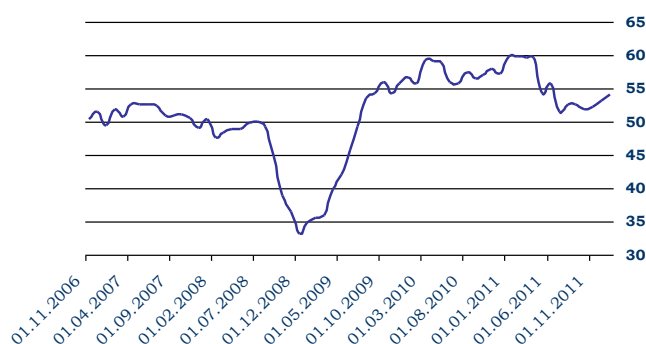


Инфляция в январе немного ускорилась. Так, общий рост цен за год по итогам января составил 2,9%, а базовая инфляция за год составила 2,3% против 2,2% месяцем ранее. Несмотря на то, что в среднесрочной перспективе инфляционные риски остаются стабильными, существует вероятность временного всплеска цен в связи с ростом цен на

Индекс доверия потребителей в США (Consumer Confidence)



Индекс деловой активности (ISM) в США

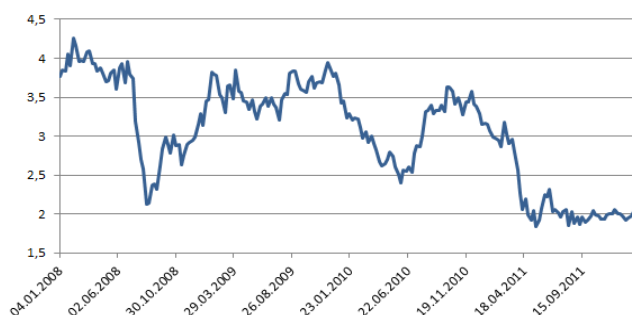


нефть.

Об этом в своей речи бюджетному комитету Палаты представителей заявил и Б. Бернанке. Кроме того, он отметил, что именно краткосрочные риски роста цен не позволят ФРС в ближайшее время осуществлять программы монетарного симулирования. Хотя, с точки зрения ФРС, к этому есть предпосылки. Нельзя не заметить, что ФРС по-прежнему сохраняет довольно пессимистичный взгляд на перспективы рынка труда и американской экономики в целом. Однако, выходящая статистика в США в последние два месяца не дает существенных оснований для этого.

Мы полагаем, что ФРС не предпримет серьезных шагов для борьбы с уровнем

Доходность UST-10, %



Источник: Bloomberg

безработицы и стимулирования экономической активности как минимум до конца 1 полугодия 2011 года.

Доходность UST, как и предполагалось, выросла в начале февраля, однако оставалась стабильной большую часть месяца. Так, доходность UST-10 выросла на 20 б.п. в начале февраля, а затем большую часть месяца держалась в районе 2,0% годовых. Отметим, что сохранению доходности на прежнем уровне сопутствовала позитивная динамика на рынках рискованных активов. Мы связываем подобную динамику в treasuries со сдержанными прогнозами большинства участников рынка относительно перспектив экономики США. Низкий уровень доходностей UST наблюдается также из-за обещания ФРС сохранить базовые процентные ставки в диапазоне 0,0-0,25% минимум до начала 2014 года.

Впрочем, очевидно, что подобная динамика на рынках является нелогичной. Из нее можно предполагать, что в ближайшее время можно ожидать либо сильной коррекции на рынках рискованных активов, либо роста доходности treasuries.

Мы полагаем, что в марте мы увидим рост доходности treasuries, в частности мы прогнозируем рост доходности UST-10 на конец марта до 2,10-2,15% годовых.

Российские еврооблигации

Позитивный внешний фон на мировых рынках способствовал сильному росту российских евробондов. Росту котировок российских евробондов сопутствовала и растущая нефть.

Суверенные бумаги России укрепились в среднем на 2,0%, как и выпуск Россия-30. Бенчмарк российского рынка приблизился в начале марта к максимуму с июля прошлого года – 120,0% от номинала, а доходность опустилась до 3,96% годовых. Значительно упала и стоимость 5-летнего CDS на российский долг, опустившись до 179 б.п.

Заметим, однако, что российский суверенный евробонд не опередил аналогов из Мексики и Бразилии. Так, спред к Россия-30-Бразилия-17 остался на уровне 205 б.п., а спред Россия-30-Мексика-17 – вблизи 185 б.п.

Спред Россия-30 - Бразилия-17



Источник: Bloomberg

Спред Россия-30 - Мексика-17



Источник: Bloomberg

Почти все выпуски корпоративного сектора также завершили месяц в «зеленой» зоне. Неудивительно, что наибольший рост показали выпуски с наиболее «длинной» дюрацией, в особенности, выпуски Газпрома. Газпром-37 и Газпром-34 прибавили по итогам месяца более 7,0%, Газпром-22 и Газпром-21 вырос на 6,8% и 6,3% соответственно. Рост в районе 6,0% показал и Новатэк-21. Неплохо среди нефтяных компаний смотрелись и бумаги ТНК-ВР. В частности, ТНК-ВР-18 вырос на 5,4%, ТНК-ВР-17 прибавил около 1,0%.

В горно-металлургическом секторе наибольший рост показали оба выпуска Евраз-18, рост в которых составил более 5,0%. Немного отстали от них ТМК-18 и Металлоинвест-16, которые выросли на 4,1% и 4,2% соответственно.

Среди ликвидных бумаг банковского сектора фаворитами стали РСХБ-21 (+4,9%) и Банк Москвы-15 (+4,0%). Но лидером рынка вновь оказался низколиквидный и самый высокодоходный выпуск на российском рынке – Ренессанс Капитал-16, который прибавил около 8,0%. Более чем 3,0%-ый рост показали также Вымпелком-21, Алроса-20 и Газпром-16.

В целом, заметим, что по итогам месяца снизились как доходности большинства бумаг, так и спрэды. Особенно сильным сужение спрэдов было в нефтегазовом секторе. В настоящий момент, на среднем и коротком конце кривой доходности, выпуски ТНК-ВР и Лукойла торгуется без премии к кривой доходности Газпрома, а на дальнем конце – премия минимальна и составляет не более 20 б.п. Кроме этого, некоторые выпуски Газпрома сейчас торгуются с премией относительно суверенной кривой доходности России в 60 б.п., что даже меньше чем в конце апреля прошлого года (одного из лучших периодов на рынке). Это уже сейчас делает практически безыдейным нефтегазовый сектор. Единственный выпуск в этом секторе, который может вырасти – это АльянсОйл-15, спрэд к ТНК-ВР-15 у которого по прежнему составляет 360 б.п.

В банковском секторе мы рекомендуем обратить внимание на бумаги банков второго эшелона:

- ✓ Промсвязьбанк-14 и субординированный Промсвязьбанк-15;
- ✓ Альфа-банк-15 и Альфа-банк-17.

В рамках стратегии «buy&hold» среди банковских евробондов, нам кажутся интересными выпуски:

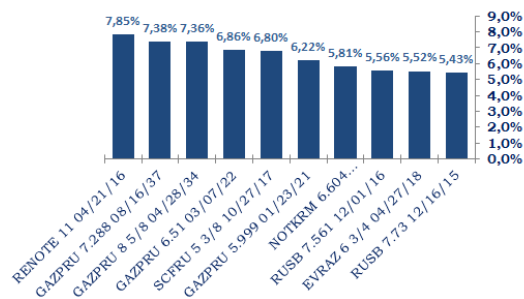
- ✓ Ренессанс Капитал-16 и ТКС-банк-14, доходности к погашению которых составляют 11,0% и 12,3% годовых соответственно;
- ✓ Номос-банк-13.

В металлургическом секторе наибольший интерес по-прежнему представляют:

- ✓ ТМК-18 (спрэд к Евраз-18 составляет около 120 б.п., мы ожидаем, что он сократится до 80 б.п.);
- ✓ Евраз-18 (спрэд к Северсталь-17 составляет 70 б.п., мы ожидаем сужения до 70 б.п.);
- ✓ Метинвест-15, Украина (наиболее недооцененный выпуск на рынке стран СНГ сейчас, спрэд к Евраз-15 составляет 353 б.п., ожидаем сужения до 320 б.п.).

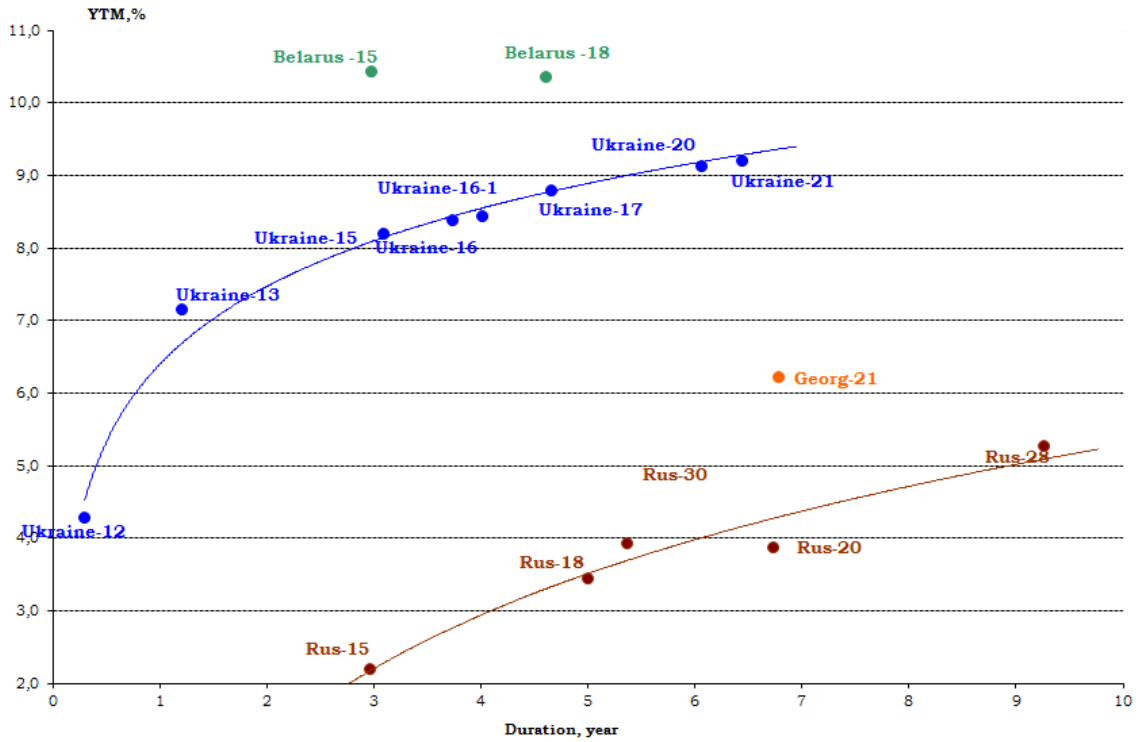
В целом мы сохраняем позитивный взгляд на рынок, полагаем, что, несмотря на растущую перекупленность, пока на рынке отсутствуют серьезные поводы для коррекции. В марте мы ожидаем замедление темпов роста рынка, многие выпуски, инвестиционные идеи в которых уже отыграны, будут торговаться в боковике. Однако, в условиях сохранения высокого спроса на долги ЕМ, некоторые инвестиционные идеи продолжают реализовываться.

Лидеры роста (российские еврооблигации) %

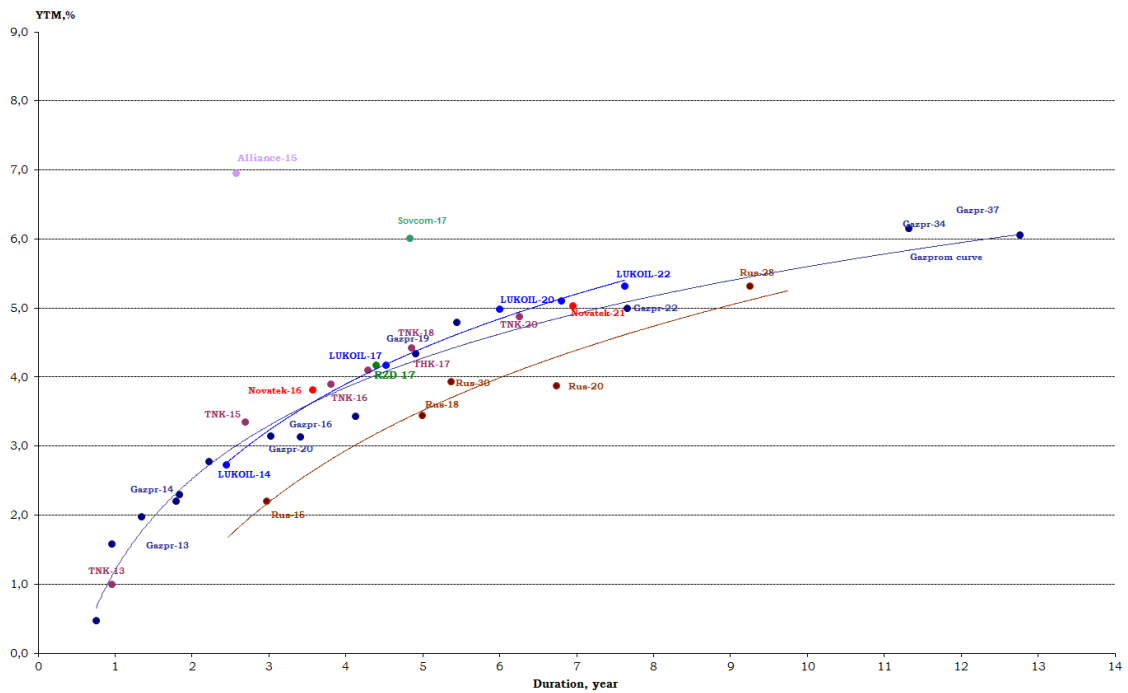


Карты доходности

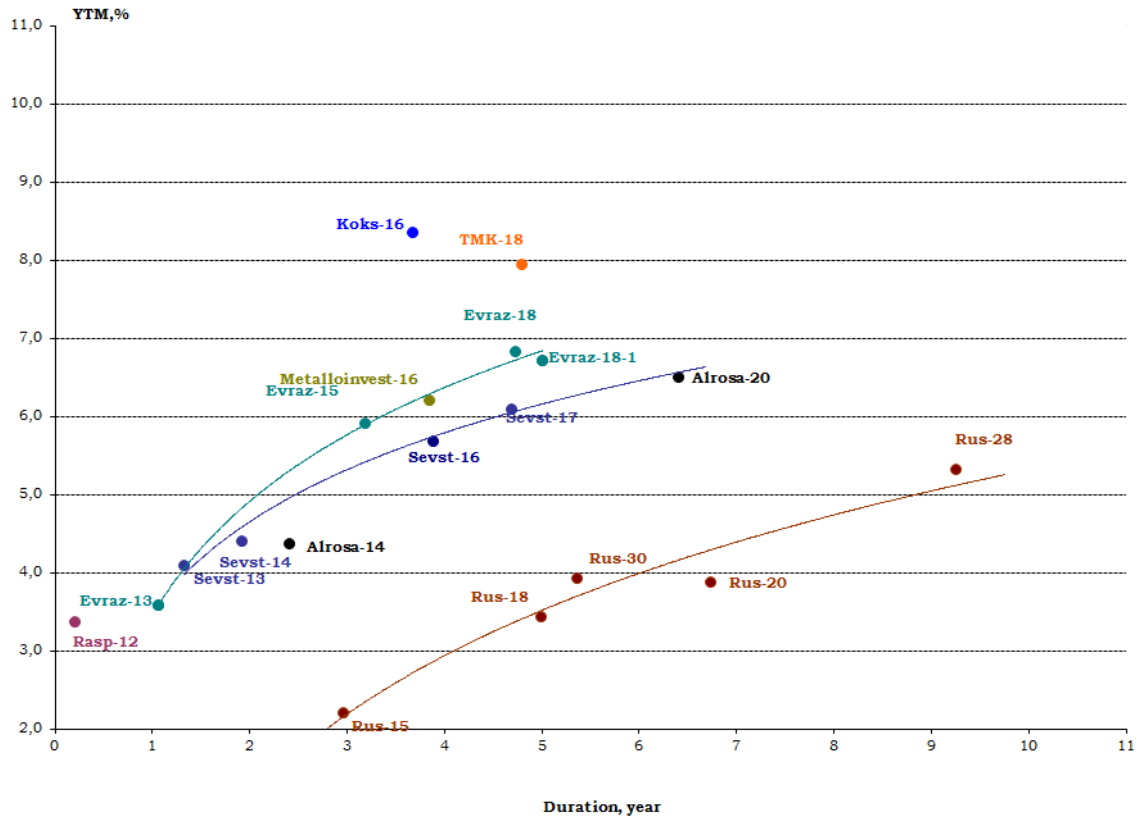
Суверенные еврооблигации



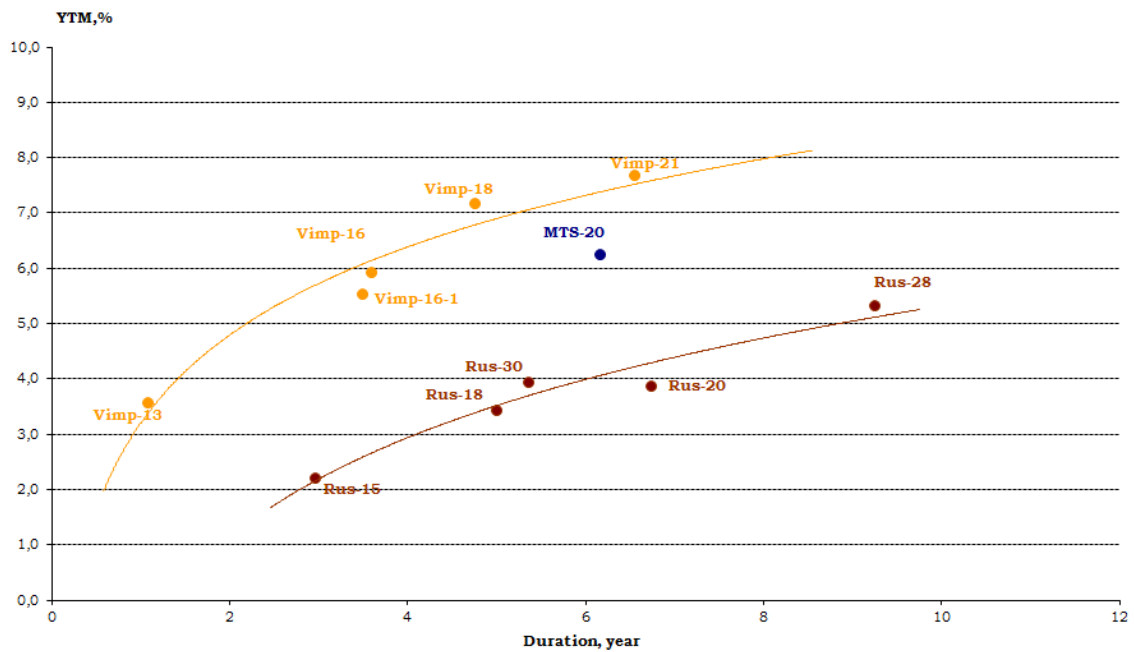
Корпоративные еврооблигации: нефтегазовый сектор



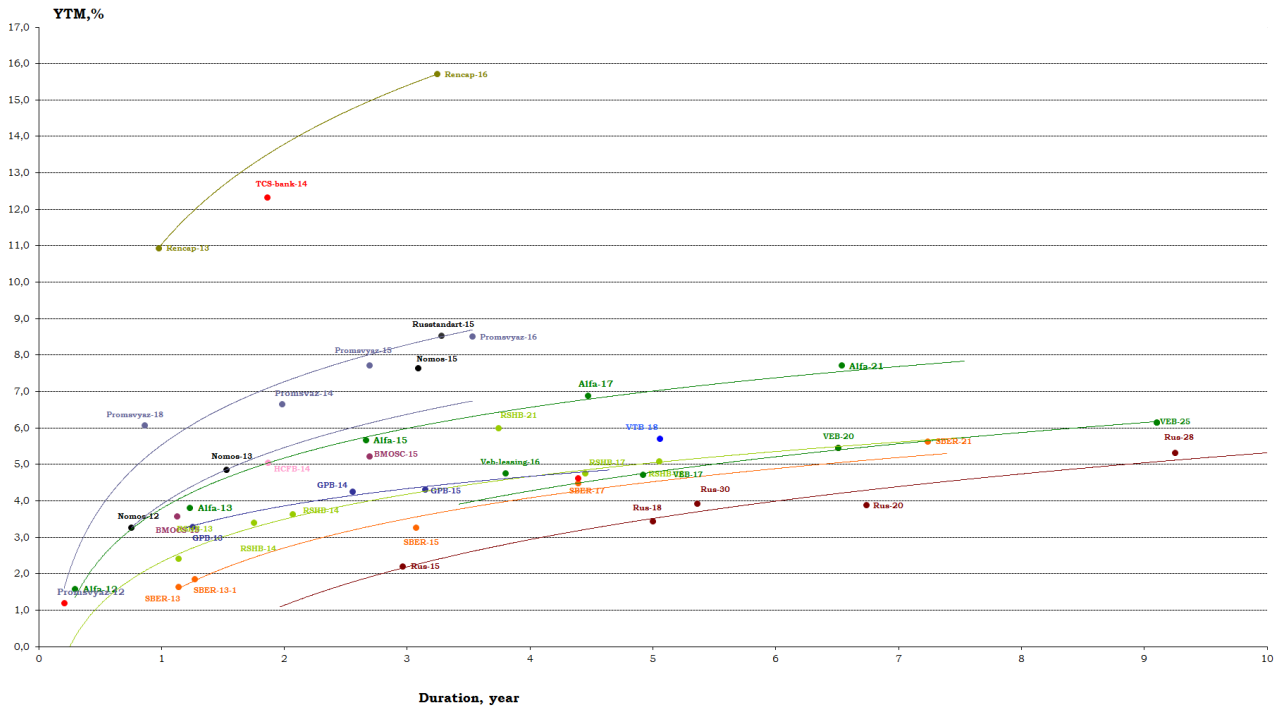
Корпоративные еврооблигации: металлургический и горнодобывающий сектор



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
Дормидонтова Полина Олеговна	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 исключительно 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 обязательство 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.

