

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

События и комментарии

Макроэкономика США

Пожалуй, самым важным событием, связанным с американской экономикой, стало понижение агентством Standard & Poor's прогноза по рейтингу США со стабильного на негативный, хотя кредитный рейтинг и был оставлен без изменения на уровне AAA. Основной причиной понижения рейтинга явился высокий уровень дефицита бюджета США и постоянный рост долговой нагрузки. Понижение прогноза от S&P было внезапным, что привело к агрессивным продажам большинства рискованных активов. Однако, агентство констатировало то, что для многих давно было очевидно: проблема роста долговой нагрузки и неопределенность относительно бюджетных перспектив существуют не первый месяц. Мы полагаем, что планы Б. Обамы сократить бюджетный дефицит США до 2,5% ВВП к 2015 году против прогнозируемых 10,9% ВВП в этом году, трудно достижимы. В ближайший год мы не исключаем понижения рейтинга США на одну ступень.

В 1 квартале 2011 года **ВВП** США вырос на 1,8%, тогда как аналитики ожидали замедления роста до 2,0%. Напомним, что в 4 кв. 2010 г. ВВП составил 3,1%. **Промышленное производство** в марте выросло на 0,8%, больше, чем предсказывали аналитики, против падения на 0,1% месяцем ранее.

Неплохая статистика приходила и по потребительским рынкам. Так, рост **розничных продаж** в марте составил 0,4%, против роста на 1,1% месяцем ранее. **Индекс потребительского доверия** вырос в апреле до 65,4 пунктов против уровня в 63,8 пунктов месяцем ранее. **Потребительская инфляция** без учета цен на продовольствие и энергоносители составила в марте 0,1%, тогда как эксперты ожидали роста на 0,2%. В годовом выражении ИПЦ не изменился по сравнению с предыдущим месяцем и составил 1,2%.

Объем строительства новых домов вырос в марте до 594 тыс. шт. против уровня в 479 тыс. шт. месяцем ранее. Несмотря на рост, этот показатель остается вблизи минимальных значений последних 10 лет. **Продажи домов на вторичном рынке** в марте также оказались лучше, чем в феврале и составили 5,1 млн. шт. против 4,88 млн. шт. соответственно.

На рынке труда наметилось временное ухудшение. Так, **первичные заявки на пособия по безработице** в апреле в целом были выше, чем в марте и превышали 400 тыс. человек. В конце апреля этот показатель и вовсе достиг 429 тыс. человек, что оказалось самым высоким значением за последние 3 месяца.

Важным событием в апреле было решение ФРС по базовой процентной ставке, а также последующая за этим пресс-конференция Б. Бернанке. Представители ФРС принципиально не изменили свою позицию относительно

Экономическая статистика по США, выходившая в апреле

Показатель	Факт	План	Предыдущее значение
ВВП за 1 кв.,%	1,8	2,0	3,1
Промышленное производство в марте, %	0,8	0,5	0,0
Базовая инфляция в марте, г/г, %	0,1	0,2	0,2
Розничные продажи в марте, %	0,4	0,5	1,1
Продажи домов на вторичном рынке в марте, млн. шт.	5,1	5,0	4,88
Количество строительства новых домов, тыс. шт.	594	540	479

Источник: Bloomberg



перспектив американской экономики, а соответственно, и проводимой монетарной политики. Процентные ставки остались без изменения, и, по нашему мнению, будут оставаться около нуля как минимум до конца третьего квартала. В то же время, программа QE2 будет выполнена в полном объеме и завершена в конце 2 квартала 2010 года. Тем не менее, ФРС продолжит реинвестировать в казначейские бумаги средства, получаемые от погашения уже имеющихся на балансе ФРС treasures.

По заявлению Б. Бернанке рост цен на сырьевые и продовольственные товары, способствовал росту инфляции, однако, долгосрочные инфляционные ожидания остаются стабильными. Кроме того, ФРС хотелось бы увидеть, что тренд роста занятости в США, начавшийся в 1 квартале текущего года, продолжится и в последующие месяцы. Кроме этого, ФРС изменило прогноз по основным макроэкономическим показателям США на 2011-2013 годы. Так, оценка ВВП в 2011 году снижена до диапазона 3,1-3,3%, против январской оценки в 3,4-3,9%. Прогноз уровня безработицы понижен до 8,4-8,7% по итогам года, уровень базовой инфляции, напротив, повышен до 1,3-1,6%.

Макроэкономика Европы

Рост **ВВП Еврозоны** в 4 квартале 2010 года составил, как и ожидалось, 2,0% в годовом выражении.

Потребительская инфляция в марте выросла сильнее, чем ожидали аналитики, и составила 2,7% в годовом выражении. Месяцем ранее она находилась на уровне 2,6%. Дальнейшее ускорение инфляции полностью оправдало, на наш взгляд, решение ЕЦБ повысить базовую процентную ставку на 0,25% до 1,25%. Мартовский **уровень безработицы** оказался равным февральскому значению и составил 9,9%.

Инфляция в Германии также стала ускоряться. Несмотря на то, что в марте **потребительские цены** остались на февральском уровне – 2,1%, в апреле по предварительным данным инфляция выросла до 2,4%. **Уровень безработицы** в Германии остался прежним и составил в апреле 7,1%. Потребительский сектор в марте значительно снизился. Так, **объем розничных продаж** упал за месяц на 2,1%, а в годовом выражении розничные продажи снизились на 3,5% против роста в феврале на 1,5%.

Мы полагаем, что проблема высокой инфляции в Еврозоне остается ключевой для нормального посткризисного восстановления экономики. При этом, высокие цены на сырье и продовольствие показывают, что ситуация в ближайшие месяцы вряд ли изменится, а ЕЦБ, вероятно, придется прибегнуть к очередному повышению процентных ставок уже этим летом. Однако, мы не ожидаем, что ставка рефинансирования будет поднята в мае.

Экономическая статистика по Еврозоне, выходящая в апреле

Показатель	Факт	План	Предыдущее значение
ВВП в Еврозоне в 4 кв. 2010 г/г	2,0	2,0	2,0
Индекс потребительских цен в Еврозоне в марте г/г	2,7	2,6	2,6
Уровень безработицы в Германии в марте, %	7,1	7,0	7,1
Индекс потребительских цен в Германии в марте, г/г	2,1	2,1	2,1
Розничные продажи в Германии в марте, м/м	-2,1	-	-0,3

Источник: Bloomberg



Макроэкономика Китая

ВВП в 1 квартале 2011 года вырос на 2,1%, в годовом выражении рост составил 9,7%, в то время как аналитики ожидали рост на 9,4%. Мартовская **инфляция**, не смотря на предпринимаемые меры по ужесточению монетарной политики, выросла до 5,4% в годовом выражении. В феврале инфляция была на уровне 4,9%. Рост инфляции вполне объясним, т.к. объем денежной массы, как и кредитование, продолжили расти.

Так, агрегат M1 вырос в марте до уровня 15% в годовом выражении, тогда как месяц назад рост составлял 14,5%. Объем выданных кредитов за один месяц взлетел на почти 27%, достигнув уровня в \$679,4 млрд.

В марте наблюдался и активный рост **розничных продаж**. Их объем вырос на 17,4% в годовом выражении, тогда как месяц назад рост был 15,8%. Уже с начала года розничные продажи выросли на 16,3%. Знаковым событием стало и достижение объемом международных резервов уровня в \$3,04 трлн.

Китай в своем стремлении остановить нарастающее инфляционное давление пошел на дополнительное укрепление юаня. Так, курс валютной пары USD/CNY впервые с 1993 года опустился ниже 6,5 юаней за доллар.

Тем не менее, пока ситуация с инфляцией в Китае остаются напряженной. Очевидно, что властям не удастся стерилизовать огромный объем поступающей ликвидности. Потребительские расходы продолжают увеличиваться, и не последнюю роль в этом играет рост кредитования. Дополнительным фактором роста цен является то, что цены на сырье и продовольствие уже не первый месяц держатся вблизи двухлетних максимумов, что приводит к росту затрат, и, соответственно, росту цен. Мы полагаем, что Китай продолжит ужесточать свою монетарную политику настолько, насколько это потребует. Так, в начале апреля ставка рефинансирования была повышена на 25 б.п. до 6,31%, а ставка по депозитам – до 3,25%. Также четвертый раз в году была увеличена норма обязательных резервов до 20,5%. Мы ожидаем, что в мае Народный банк Китая вновь повысит ставки. В любом случае, «пространство для маневров» у Пекина довольно большое, так как сейчас ставка рефинансирования в Китае наименьшая среди стран БРИК.

Рынки

Для рынков апрель оказался более спокойным месяцем, чем март. Так, индекс ценовой волатильности VIX постепенно снижался и на начало мая опустился ниже 15 б.п. Тем не менее, на рынках произошло немало важных событий негативного характера. В начале месяца Португалия ожидаемо обратилась за помощью в Стабилизационный фонд ЕС, после того, как доходности по ее государственным облигациям достигли критических уровней. Вслед за этим ЕЦБ повысил ставку рефинансирования до 1,25%, пытаясь обуздать инфляцию.

Наиболее сильное влияние на рыночную конъюнктуру оказало сообщение о том, что рейтинговое агентство Standard & Poor's понизило прогноз по долгосрочному кредитному рейтингу США до негативного. Инвесторы отреагировали на это сильными продажами в акциях развитых стран, а также в ценных бумагах большинства развивающихся стран. При этом, новость привела к кратковременному усилению доллара и падению доходности treasures.

Экономическая статистика Китая, выходящая в апреле

Показатель	Факт	План	Предыдущее значение
ВВП в 1 кв. 2011, г/г	9,7	9,4	9,8
Потребительская инфляция в марте, г/г	5,4	5,2	4,9
Розничные продажи в марте, г/г	17,4	16,5	15,8

Источник: Bloomberg



В то же время, рыночный негатив практически никак не повлиял на сырьевой рынок. Так, нефть сорта Brent стабильно держалась выше 120\$/баррель, а нефть сорта WTI торговалась в диапазоне 105-112\$/баррель. По итогам апреля цена на нефть сорта Brent выросла на 5,66% и закрылась на уровне 125,12\$/баррель.

Неопределенность на рынках, падение доллара, продолжающийся долговой кризис в Европе привел к очередному ралли в золоте. За месяц тройская унция металла взлетела почти на 117,7\$, рост составил около 8,2%. Котировки серебра также обновили исторические максимумы, за месяц рост составил 28,7%, цена закрытия – 48,6\$/тройскую унцию. Правда, за первые два дня мая цена на серебро уже опустилась на 11,7% до 43,5\$/тройскую унцию, подтверждая тот факт, что разгон цен носил спекулятивный характер.

Российские индексы акций завершили месяц падением. Индекс ММВБ снизился на 5,5% до 1741,8 пунктов. Чуть меньше упал индекс РТС, снижение составило 2,4%, индекс завершил месяц на отметке 2026,9 пунктов.

Мы полагаем, что май станет очередным месяцем коррекции на рынке акций. Вряд ли смогут обновить максимумы и рынки золота и серебра. В то же время, мы позитивно смотрим на рынок нефти и полагаем, что на фоне мягкой монетарной политики цены на нефть могут продолжить рост.

Российские еврооблигации Вторичный рынок

Большинство российских еврооблигаций завершили апрель в «красной зоне». Стабильно высокие цены на нефть не смогли удержать инвесторов от продаж российских облигаций. На этот раз негативных факторов оказалось слишком много. Наибольшую рыночную коррекцию вызвало сообщение агентства Standard & Poor's о понижении прогноза по кредитному рейтингу США. Как мы отметили выше, это привело к значительным распродажам в большинстве рискованных активов и вынудило инвесторов «уходить в качество». Например, выпуск Россия-30 после новости о понижении прогноза упал почти на «фигуру».

В последующие две недели на рынках наступило некоторое затишье, и российские еврооблигации смогли отыграть часть потерь на фоне дорожающего сырья. По итогам месяца суверенные выпуски России в среднем снизились на 0,4%. Выпуск Россия-30 потерял 0,2%, YTM – 4,58%. Индикативный спрэд доходности Россия-30-UST-10 расширился со 119 б.п. на начало месяца до 136 б.п. в конце. Стоимость 5-летнего CDS на российский долг практически не изменилась и составила 126 б.п., хотя в моменте его стоимость увеличивалась до 140 б.п.

Еврооблигации корпоративного сектора завершили месяц разнонаправленно. Примерно половина бондов оказалось в «зеленой» зоне, а другая половина – в «красной». Среди лидеров торгов отметим выпуск ТМК-18, рост в котором составил 1,25%, АльянсОйл-15, выросший на 1,1%. Номос-банк-13 и Номос-банк-15 прибавили около 1,0%. Такой же рост показал и Северсталь-17. В районе 0,7% прибавили евробонды ВЭБа: ВЭБ-20 и ВЭБ-17. Пользовались спросом и бумаги Алросы, так Алроса-14 вырос на 0,8%, а Алроса-20 – на 0,6%.

Среднюю по рынку динамику продемонстрировали евробонды нефтегазовых компаний. При этом, выпуски Газпрома и вовсе показали существенное снижение по итогам месяца. Продажи наблюдались почти по всей кривой доходности, при этом, на дальнем конце они были наибольшие. Например, Газпром-37 упал на 0,7%, Газпром-34 и Газпром-22 – на 0,5%. Без существенной динамики торговались выпуски Лукойла, при этом лишь выпуску Лукойл-22 удалось показать рост в районе 0,5%.



Основными аутсайдерами апреля оказались выпуски Евраза. Евраз-15 упал на 0,8%, Евраз-18 потерял 1,4%. Существенных изменений в кредитном качестве эмитента не произошло. Более того, агентство Fitch Rating повысило рейтинг Евраза с В+ до ВВ- со стабильным прогнозом. Главным драйвером падения стал новый выпуск Евраз-18 (подробнее см. Первичный рынок), который был предложен с премией относительно вторичного рынка.

В целом, мы ожидаем, что в мае на рынках будет преобладать «боковое» движение. В то же время, мягкая монетарная политика в США будет способствовать росту товарных рынков, что теоритически должно привести к росту евробондов. Мы ожидаем, что суверенные выпуски и корпоративные евробонды эмитентов первого эшелона покажут более слабую динамику, чем евробонды компаний второго и третьего эшелона.

Мы рекомендуем к покупке недавно размещенный выпуск **Евраз-18**. Сейчас премия к кривой доходности Северстали составляет около 50 б.п. Мы полагаем, что принимая во внимание сходное кредитное качество Северстали и Евраза, премии между выпусками этих эмитентов быть не должно.

Среди нефтяных компаний интерес могут представлять и выпуски **ТНК-ВР-17 и ТНК-ВР-18**, спрэд доходности по которым к выпускам Газпрома расширился до максимума за последние несколько недель. Учитывая сильные финансовые результаты ТНК-ВР в 1 квартале 2011 года и сокращение долговой нагрузки, потенциал снижения доходностей в выпусках составляет минимум 40 б.п. в среднесрочной перспективе. Пока покупателям препятствует очередной конфликт акционеров холдинга, который, по нашему мнению, не сможет создать угрозу снижения кредитного качества эмитента.

Мы рекомендуем покупать «длинные» выпуски Лукойла, особенно **Лукойл-19**. Спрэд к кривой Газпрома расширился до 35 б.п., в то время как на «коротком» участке кривой доходности Лукойл торгуется на одном уровне с выпусками Газпрома. Заметим, что исторически евробонды Лукойла торговались без премии относительно евробондов Газпрома.

Одной из лучших идей на рынке, на наш взгляд, является покупка нового выпуска **Ренессанс Капитал-14**. Доходность евробонда составляет сейчас около 10,75%, спрэд к кривой доходности к Промсвязьбанку - около 320 б.п. Мы полагаем, что после повышения рейтинга Ренессанс Капиталу до уровня В с В-, соответствующий спрэд не должен превышать 250 б.п. Таким образом, потенциал снижения доходности может составить 70-80 б.п.

Интересна покупка и других евробондов негосударственных банков с сильным кредитным качеством, в особенности выпусков **Альфа-банка, Номос-банка и Промсвязьбанка**. В случае сохранения позитивной динамики в российских еврооблигациях, спрэды доходностей между выпусками банков второго эшелона и государственных банков продолжат сужаться.

Первичный рынок

В апреле на первичном рынке состоялось немало новых размещений.

ТКС-банк разместил еврооблигации объемом \$175 млн. на срок 3 года под ставку 11,5% годовых. По сообщениям эмитента размещение прошло с переподпиской. Сейчас на вторичном рынке выпуск торгуется по цене 101,25% от номинала, а доходность снизилась до 11,0%. Уже при размещении было ясно, что предложенная доходность эмитента является крайне привлекательной. Мы оценивали справедливую доходность выпуска на уровне 10,6-10,7% годовых. По нашему мнению, выпуск по-прежнему интересен для покупки и предполагает снижение доходности в районе 30-40 б.п.

Промсвязьбанк разместил еврооблигации объемом \$500 млн. сроком на 3 года. Ставка купона составила 6,2% годовых. Мы оценивали справедливую



доходность займа на уровне 5,9-6,0% годовых. Сейчас выпуск торгуется по цене 100,5% с доходностью в районе 6,0% годовых. Евробонд может быть интересен только с точки зрения дальнейшего сужения спреда между кривой доходности Промсвязьбанка и кривыми доходностей государственных банков.

Россельхозбанк доразместил евробонды объемом 12 млрд. руб. к уже обращающемуся выпуску **РСХБ-16**. Доразмещение прошло по цене 101,5% от номинала с доходностью 8,3% годовых. В результате, общий объем займа составил 31 млрд. рублей. Сейчас выпуск торгуется на уровне 102,75% от номинала с доходностью 8,16% годовых.

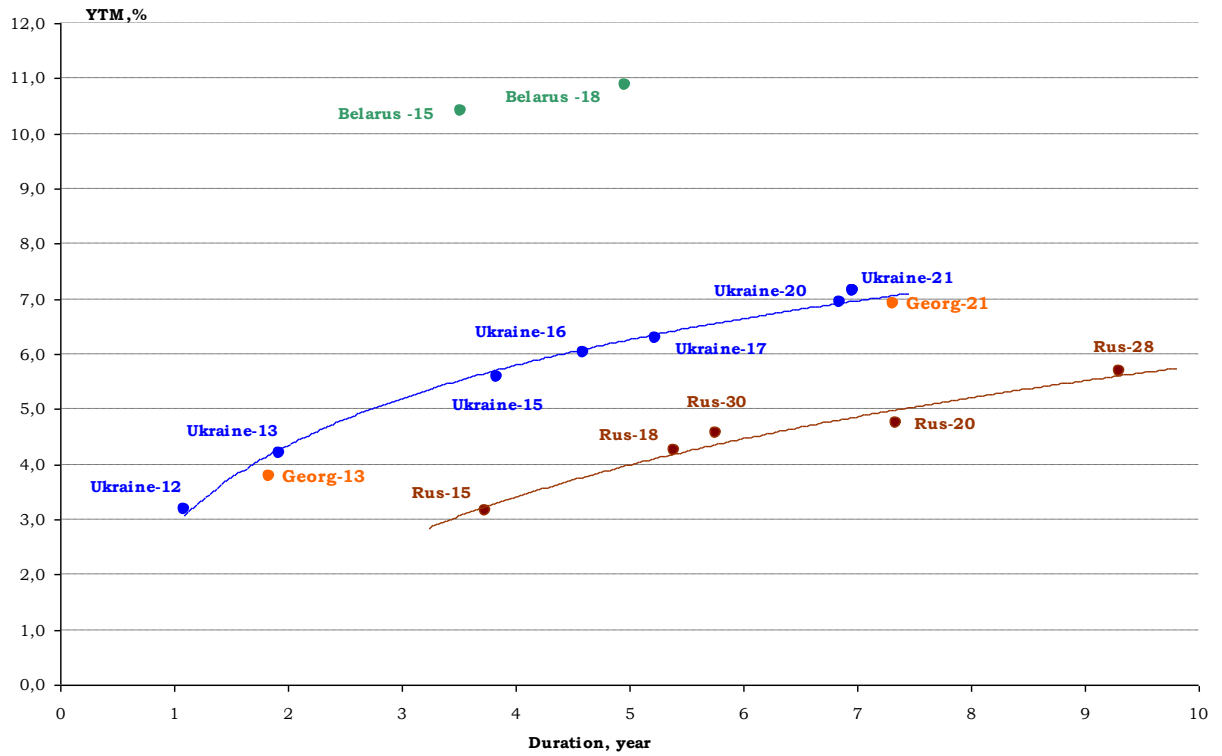
Евраз разместил 7-летние еврооблигации объемом \$850 млн. Ставка купона была установлена на уровне 6,75% годовых. Поскольку размещение выпуска прошло с премией ко вторичному рынку в районе 25-30 б.п., уже обращающиеся выпуски Евраз-18 и Евраз-15 сильно просели. В настоящий момент новый евробонд торгуется по цене 100,6% от номинала с доходностью 6,64% годовых, что дает спред к кривой доходности Северстали в районе 50 б.п. Мы полагаем, что, учитывая сходное кредитное качество Северстали и Евраза, спреда между евробондами этих эмитентов быть не должно и рекомендуем покупать новый выпуск Евраз-18.

Альфа-банк успешно разместил еврооблигации объемом \$1 млрд. сроком на 10 лет. По информации участников рынка, спрос почти в 3 раза превысил заявленный объем. Ставка купона установлена на уровне 7,75% при первоначальном диапазоне 7,75-8,00% годовых. По нашей оценке, справедливая доходность займа должна соответствовать 7,5% годовых. Сейчас выпуск торгуется по цене 101,6% от номинала с доходностью 7,5% годовых. Таким образом, выпуск почти достиг своей справедливой рыночной оценки. Дальнейший рост цены евробонда возможен только на фоне сужения спреда между кривой доходности Альфа-банка к кривыми доходностей государственных банков.

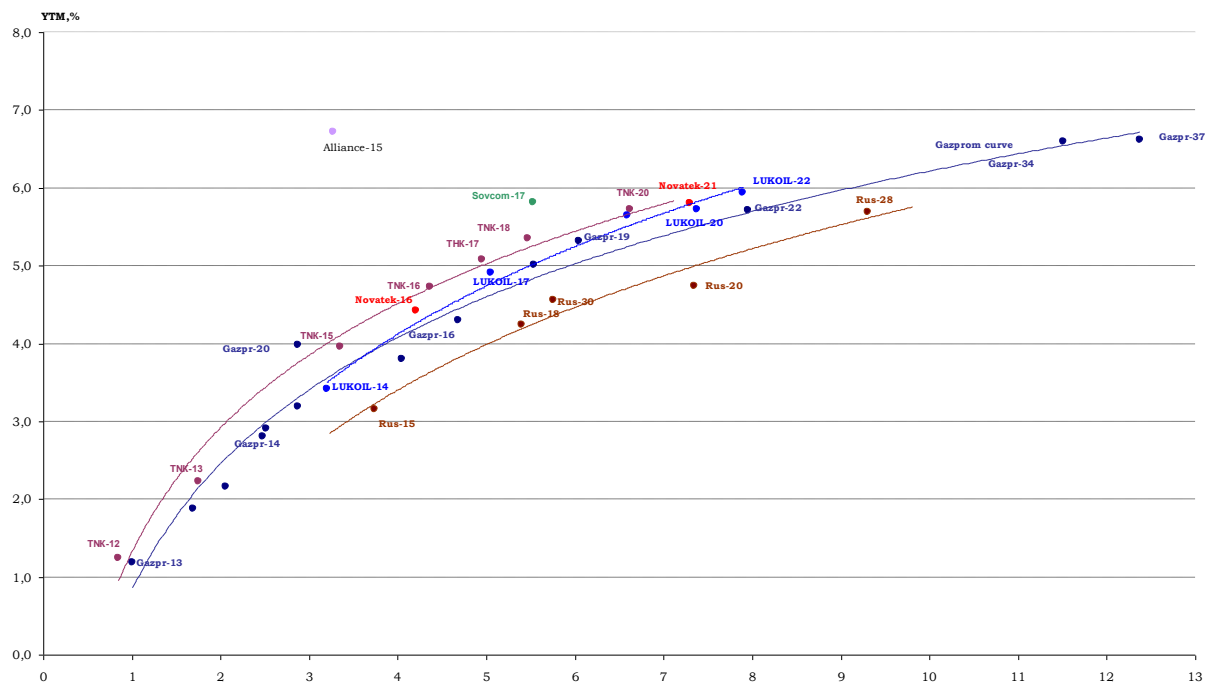


Карты доходности

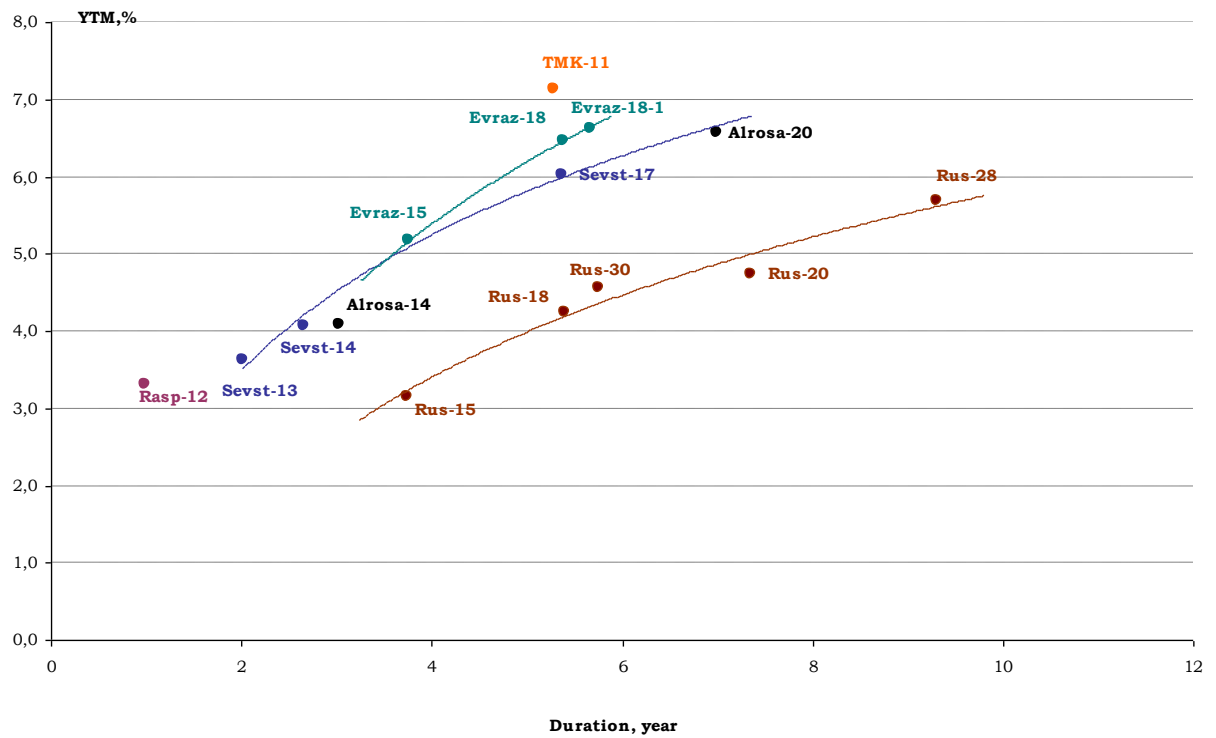
Суверенные еврооблигации СНГ



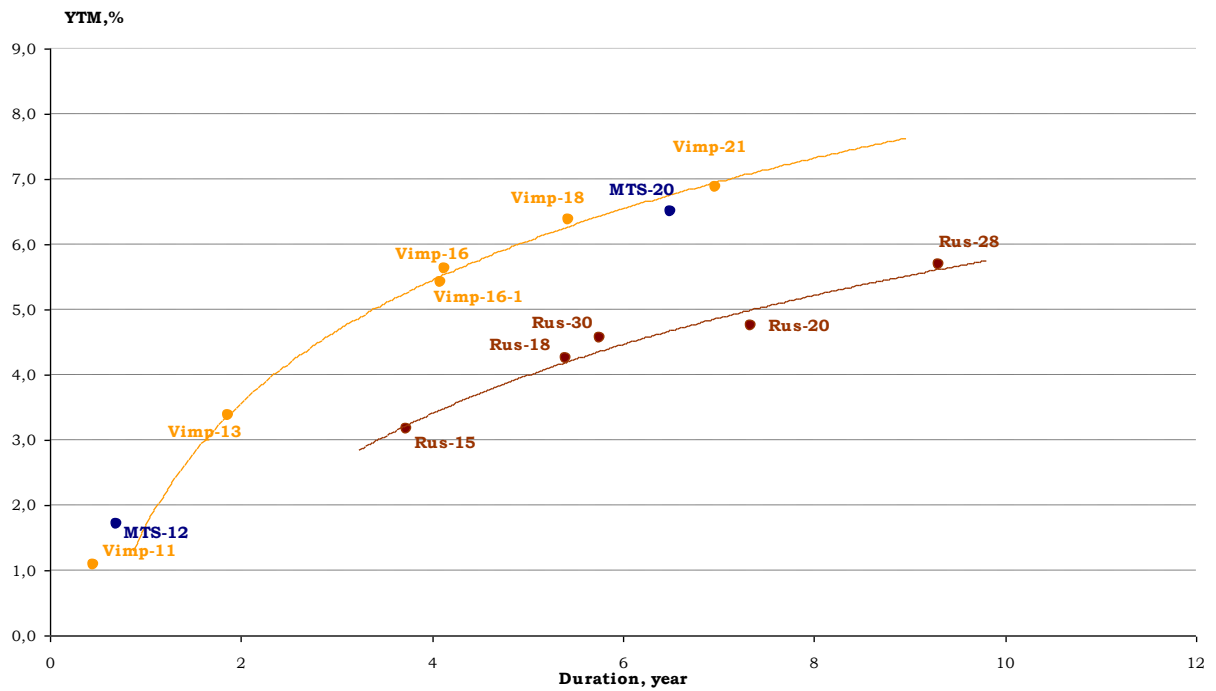
Корпоративные еврооблигации: нефть и газ



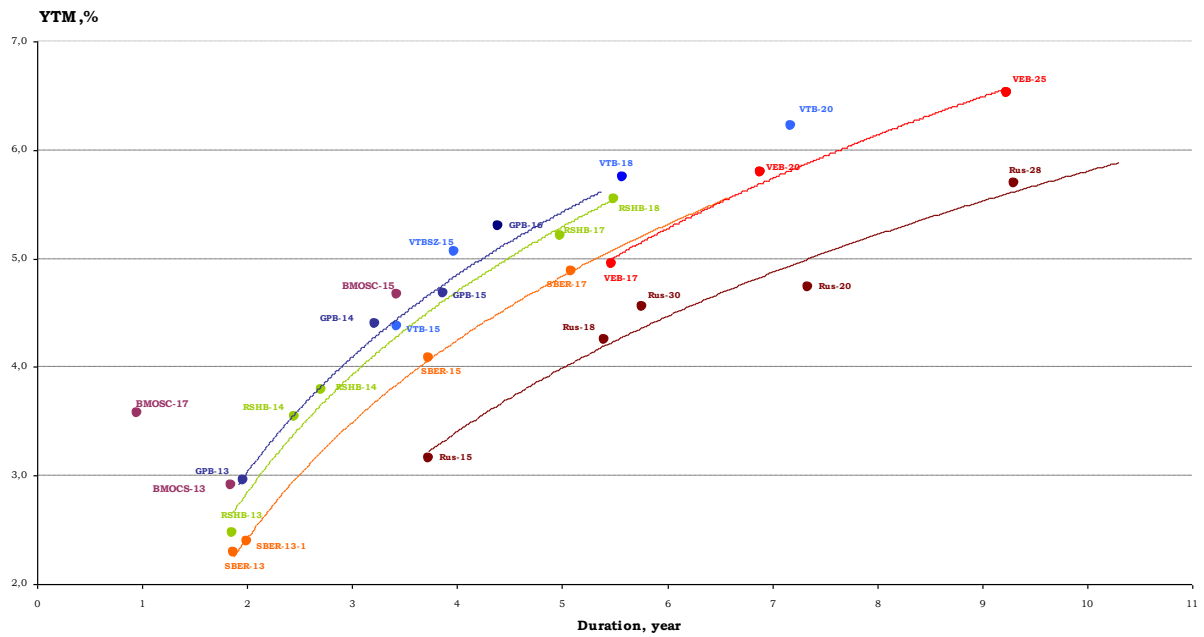
Корпоративные еврооблигации: металлургия



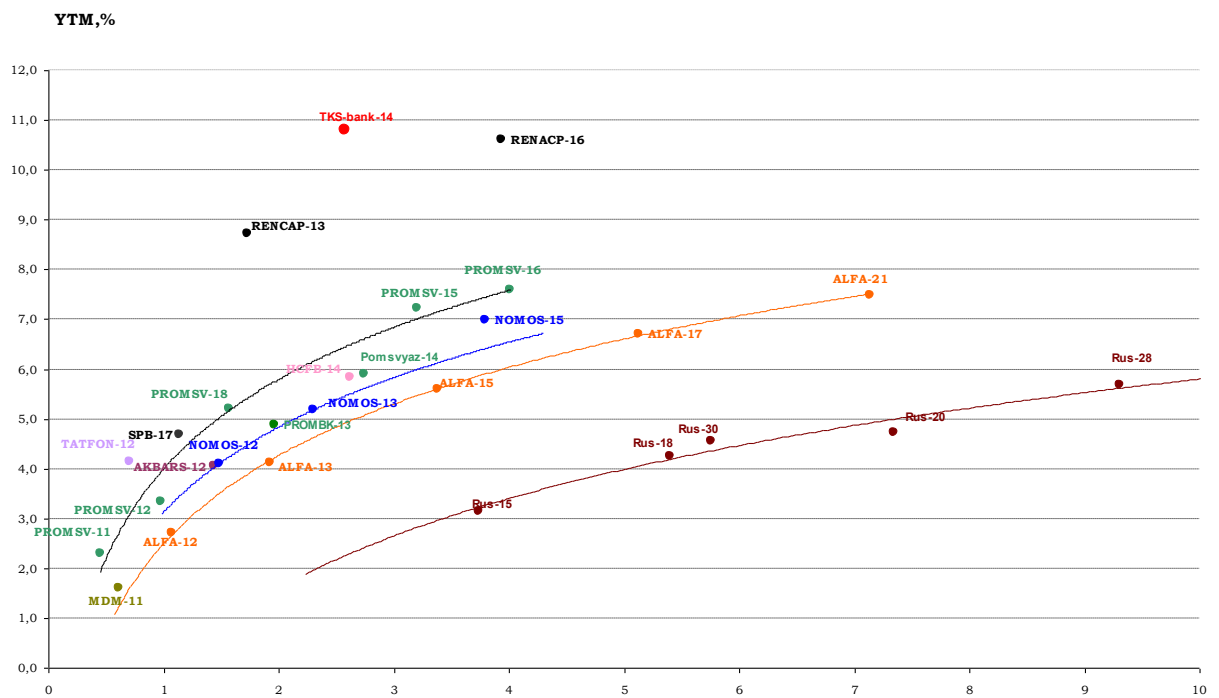
Корпоративные еврооблигации: телекомы



Корпоративные еврооблигации: банки с рейтингом не ниже ВВВ-



Корпоративные еврооблигации: банки с рейтингом ниже ВВВ-



Департамент торговли и продаж

Лаухин Игорь Владимирович	Тел. +7 (495) 781 73 00
Лосев Алексей Сергеевич	Тел. +7 (495) 781 70 03
Козлов Алексей Александрович	Тел. 7 (495) 781 73 06
Хомяков Илья Маркович	Тел. 7 (495) 781 73 05
Куц Алесей Михайлович	Тел. +7 (495) 78173 01

Аналитический департамент

Письменный Станислав Владимирович	Тел. 7 (495) 781 02 02
Василиади Павел Анатольевич	Тел. +7 (495) 781 72 97
Назаров Дмитрий Сергеевич	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 «Ю.Ф.С. – Федерация» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную 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. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. «Ю.Ф.С. – Федерация», 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. «Ю.Ф.С. – Федерация» 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.

