



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

Мировые рынки

События и комментарии

Макроэкономика США

В марте выходили довольно противоречивые сведения относительно тенденций в экономике США.

Итоговая оценка роста **ВВП** США в 2010 году составила 3,1%, что оказалось лучше ожиданий. Эксперты прогнозировали рост США в 2010 году на 3%. В то же время **промышленное производство** снизилось второй месяц подряд. В феврале оно снизилось на 0,1% как и месяц назад, в то время как аналитики ожидали роста показателя на 0,6%.

Рынок труда продолжил демонстрировать восстановление. **Уровень безработицы** по итогам марта неожиданно опустился до 8,8%, в то время как эксперты ожидали сохранения безработицы на прежнем уровне – 8,9%. Число занятых в несельскохозяйственном секторе выросло на 230 тыс., ожидался рост всего на 190 тыс. человек. Количество первичных обращений за пособиями в течение месяца оставалось в районе 390 тыс. штук, не показывая дальнейшего снижения.

Позитивные тенденции наблюдались и в потребительском секторе. **Розничные продажи** в феврале выросли на 1% против роста на 0,3% месяцем ранее. **Индекс потребительских цен** в США без учета цен на продукты питания и продовольствие показал рост в феврале на 0,2%. Таким образом, показатель год к году вырос до 1,1%. Аналитики ожидали снижения инфляции до уровня 0,1% по итогам февраля и 1,0% для годовой инфляции.

Самым депрессивным сегментом экономики США по-прежнему остается рынок недвижимости. **Количество строителей новых домов** в феврале сократилось до 479 тыс. штук – минимального количества с начала 2001 года. Предыдущее значение находилось на уровне 596 тыс. штук. Аналитики прогнозировали снижение показателя до 566 тыс. штук. **Продажи на вторичном рынке** жилья также продемонстрировали сильное падение. В феврале они снизились до 4,88 млн. штук против уровня в 5,36 млн. штук в январе. Эксперты ожидали падения до уровня 5,13 млн. штук.

Экономическая статистика по США, выходящая в марте

Показатель	Факт	План	Предыдущее значение
ВВП за 4 кв., итоговая оценка, %	3,1	3,0	2,8
Промышленное производство в феврале, %	-0,1	0,6	-0,1
ИПЦ без учета энергоносителей и продовольствия, г/г, %	1,1	1,0	1,0
Розничные продажи в феврале, %	1,0	1,0	0,3
Продажи домов на вторичном рынке в феврале, млн. шт.	4,88	5,13	5,36
Количество строителей новых домов новых домов, тыс. шт.	479	566	596

Источник: Bloomberg, расчеты UFS

Состояние экономики США продолжает улучшаться. Тем не менее, пока рост цен укладывается в ожидания представителей ФРС. В частности, после публикации позитивных данных по рынку труда, глава ФРБ Нью-Йорка отметил, что улучшение ситуации с занятостью не будет являться поводом для пересмотра запланированного объема выкупа казначейских обязательств. В этой связи все более неопределенным становится возможность продолжения стимулирующих мер по итогам QE2. Мы полагаем, что если потребительские цены покажут рост 0,2% или выше в течение 2-3 месяцев подряд решение о QE3 вряд ли будет принято.

Макроэкономика Европы

Главная проблема экономики Еврозоны – высокая инфляция – осталась на повестке дня. В феврале потребительские цены выросли на 0,4%, что полностью совпало с ожиданиями аналитиков. В годовом выражении инфляция разогналась до 2,4%, против 2,3% месяцем ранее. По предварительным данным **в марте потребительская инфляция** в Еврозоне составила уже 2,6%.

Германия также продолжает испытывать на себе инфляционное давление. Так, потребительские цены в марте выросли на 0,5% против роста на 0,4% в феврале. В годовом выражении инфляция в Германии пока ниже общеевропейской и составляет 2,1%. **Уровень безработицы** в Германии по итогам марта сократился до 7,1%, достигнув минимальной отметки с 2001 года. Месяц назад безработица составляла 7,3%. А вот **розничные продажи** в феврале в Германии неожиданно снизились на 0,3% в то время как аналитики ожидали роста на 0,4%. Напомним, что в январе розничные продажи показали рост на 1,4%.

По нашему мнению, опасность дальнейшего разгона инфляции приведет к повышению базовой процентной ставки уже на ближайшем заседании ЕЦБ, которое пройдет 7 апреля. При этом мы полагаем, что ЕЦБ в принятии решения относительно своей монетарной политики должен ориентироваться на экономики, переживающие подъем, такие как Германия. Даже несмотря на то, что это может создать дополнительные сложности для выхода из долгового кризиса проблемных стран. Сейчас экономика Еврозоны чрезвычайно неоднородна. При этом ни Греции, ни Португалии не помогла нынешняя низкая ставка на уровне 1%. Поэтому вряд ли дальнейшее ее сохранение на прежнем уровне принципиально изменит ситуацию в лучшую сторону с «периферией». С другой стороны, перегрев экономики Германии и Франции и разгон инфляции в них может создать чрезвычайно тяжелые последствия для финансовой стабильности в масштабах всей

Экономическая статистика по Еврозоне, выходящая в марте

Показатель	Факт	План	Предыдущее значение
Индекс потребительских цен в Еврозоне в феврале, г/г	2,4	2,3	2,3
Индекс потребительских цен в Еврозоне в марте (предварительно), г/г	2,6	2,4	2,4
Индекс потребительских цен в Германии в феврале, г/г	2,1	2,0	2,0
Уровень безработицы в Германии в феврале	7,1	7,2	7,3
Розничные продажи в Германии в феврале, м/м	0,3	0,4	1,4

Источник: Bloomberg, расчеты UFS

континентальной Европы.

Долговой кризис в Европе – третья серия.

В марте после двух месяцев затишья кризис в Еврозоне разразился с новой силой. Как и ожидалось, под ударом оказалась Португалия. К моменту написания обзора, долговые бумаги Португалии демонстрировали падение три недели подряд. Не помог и саммит ЕС проходивший в третьей декаде марта. Причиной сильного падения бумаг Португалии стал разразившийся политический кризис в стране. Парламент не поддержал меры по бюджетной консолидации, предлагаемые Правительством, после чего премьер-министр подал в отставку, а рейтинговые агентства принялись понижать рейтинг Португалии. Доходность 10-летних обязательств достигла исторического максимума в 8,63% годовых. Стоимость CDS на суверенный долг Португалии выросла до 584 б.п. против 465 б.п. на начало месяца и продолжает расти. Сейчас на рынке почти никто не сомневается, что Португалии придется обратиться за помощью в ЕС, поскольку очевидно, что обслуживание долга под текущую доходность не представляется возможным.

Бонды Испании держались на удивление стабильно, и лишь в последние несколько дней месяца продемонстрировали рост доходности. Стоимость CDS практически не изменилась, а под конец месяца и вовсе снизилась до 220 б.п. против пика в 370 б.п. в ноябре. Это пока внушает некоторый оптимизм.

В то же время, риск дальнейшего распространения кризиса в Европе остаётся значительным, особенно ввиду ожидаемого повышения процентной ставки ЕЦБ. Кроме того, с уверенностью можно утверждать, что в момент непосредственного обращения Португалии за помощью на рынках будет крайне высокая волатильность, а на долговых рынках мы увидим коррекцию.

Макроэкономика Китая

В Китае продолжает наблюдаться уверенный рост, как экономики, так и сопутствующей этому росту инфляции.

Промышленное производство по итогам февраля выросло до 14,9% в годовом выражении, против уровня в 13,0% месяцем ранее.

Индекс потребительских цен в годовом выражении вырос до 4,9% против 4,8% месяцем ранее.

Тем не менее, на розничном рынке наблюдалось значительное снижение. Так, объем розничных продаж снизился до 11,6% в годовом выражении, в то время как месяцем ранее этот показатель достиг 19,8%. Учитывая, что объем розничных продаж довольно волатильный показатель, рано говорить о смене тренда потребительских настроений в Китае. В то же время,

Экономическая статистика Китая, выходящая в марте

Показатель	Факт	План	Предыдущее значение
Промышленное производство в феврале,%, г/г	14,9	13,0	-
Потребительская инфляция,%, г/г	4,9	4,8	4,9
Розничные продажи,%, г/г	11,6	19,0	19,8

Источник: Bloomberg, расчеты UFS

усилия, предпринимаемые Народным банком Китая по охлаждению экономики, вероятно, начинают оказывать позитивное влияние.

В марте НБК продолжил ужесточение монетарной политики, в третий раз за год подняв ставку резервирования на 0,5 п.п. до рекордных 20%. Мы полагаем, что Китаю придется приложить еще немало усилий для стабилизации цен и уменьшения перегрева экономики.

Катастрофа в Японии

Все-таки главным событием уходящего месяца, оказавшее значительное влияние на рынки, стало стихийное бедствие в третьей экономике мира – Японии. Землетрясение и последовавшее за ним цунами привели к серьёзным разрушениям, в том числе и промышленных объектов. Индекс Nikkei за неделю обвалился почти на 20,6% с 10 364 до 8 228. Снижением отреагировали и большинство мировых фондовых индексов. Значительный вклад в общее падение рынков в тот момент внесла и нависшая над Японией угроза ядерной катастрофы. Тем не менее, после некоторого успокоения ситуации NIKKEI 225 компенсировал часть падения, и вырос с уровня 8227,63 до уровня 9608,32, изменение составило +16,78%.

Сейчас ситуация на АЭС «Фукусима» продолжает оставаться довольно тяжелой, Nikkei консолидировался в коридоре 9 600 – 9 800 пунктов. В то же время мировые рынки уже отыграли японскую ситуацию, большие объемы ликвидности, которые продолжают поступать на рынки, толкают фондовые и товарные рынки вверх.

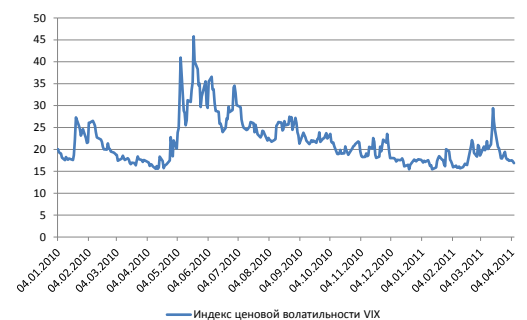
Рынки

Для мировых финансовых рынков март выдался крайне волатильным месяцем. Стихийное бедствие в Японии вызвали волну распродаж в большинстве рискованных активов и уход капитала в «качество». Кроме того, неопределенность с ситуацией на АЭС «Фукусима» вызвала сильнейшую рыночную волатильность за последний год. Так, индекс ценовой волатильности VIX достиг отметки в 31 пункт (в мае 2010 г. уровень VIX достигал 48 пункта).

К середине марта доходность американских казначейских обязательств существенно снизилась по сравнению с началом месяца, главным образом из-за стихийного бедствия в Японии. Так, в моменте, доходность UST-10 опускалась до 3,17% годовых против уровня в 3,4% на начало месяца. После успокоения ситуации доходность treasuries стала плавно повышаться, достигнув в конце месяца 3,47% годовых.

Рынки commodities двигались под воздействием нескольких факторов: начавшаяся военная операция войск НАТО в Ливии и трагедия на японских островах. В то же время оставался еще и основной в последние месяцы

Индекс ценовой волатильности VIX, пунктов



Источник: Bloomberg, расчеты UFS

фактор – огромные объемы ликвидности на финансовых рынках. Отчасти и по этой причине нефть держалась довольно стабильно. Цена на сорт Brent проседала в моменте до 108,6\$/баррель, т.е. коррекция не превысила 6% от среднемесячных ценовых уровней. Уже в начале апреля на нефтяном рынке наблюдался новый рывок. Так, нефть Brent вплотную приблизилась к 120\$/баррель.

Золото торговалось в рамках ценового диапазона 1400-1440\$/тр. унцию. При этом движения на рынке золота в целом повторяли движение в других рисковом активах, что выглядело не совсем логичным, т.к. традиционно золото пользуется спросом в период рыночной и экономической нестабильности. В середине месяца цены на золото опускались до 1394\$/тр. унцию. Вероятно, эта ситуация свидетельствует о том, что рынок драгоценных металлов в последнее время перегрет. Месяц цены на золото завершили на уровне 1440\$/тр. унцию.

Российские еврооблигации

Вторичный рынок

За истекший месяц рынок российских евробондов показал рост. Основная причина – сохранение цены на нефть большую часть месяца выше 100\$/баррель. Дополнительный импульс рынок получил в начале апреля, когда нефть обновила свои двухлетние максимумы.

Рост в суверенных выпусках России составил в среднем 0,65%. Значительно отставал от рынка выпуск Россия-30, который прибавил всего 0,2%, доходность снизилась до 4,61%. Спрэд доходности к выпуску UST-10 сузился до 117 б.п. против 133 б.п. на начало марта. Заметим, что за несколько дней до землетрясения в Японии спрэд опускался до 103 б.п.

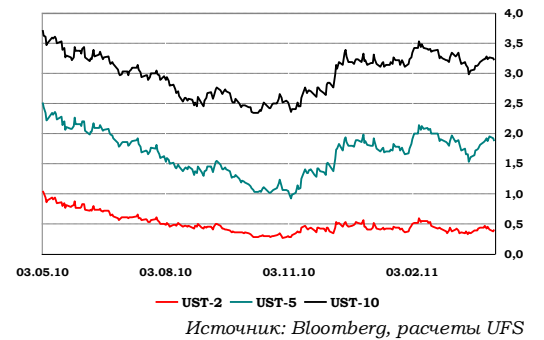
Постепенно снижалась и стоимость CDS на российский суверенный долг, который по итогам месяца опустился до 122 б.п.

Доходности облигаций корпоративных эмитентов продолжили снижаться, как и кредитные спрэды к суверенной кривой. Наибольшее сужение спрэдов продемонстрировали эмитенты «второго» эшелона.

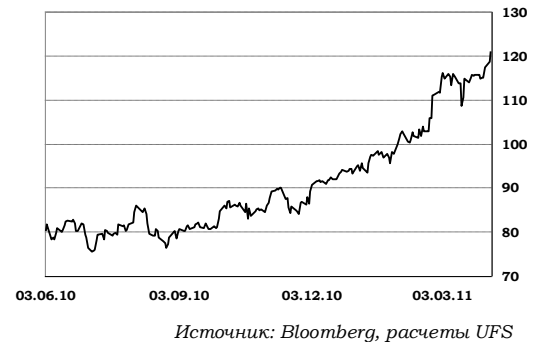
Среди корпоративного сектора значительный рост продемонстрировали выпуски металлургических компаний: Евраз и ТМК. Евраз-18 вырос на 2%, Евраз-15 прибавил 2,4%. ТМК в течение марта показывала плавный рост, однако после публикации отчетности в выпуски наблюдались агрессивные покупки, в результате ТМК-18 прибавил 3,8%.

Неплохим спросом пользовались и выпуски банков. Среди банков первого эшелона сильно прибавили облигации ВЭБа. ВЭБ-20 вырос на 2,1%, ВЭБ-25 прибавил около 2%. Сужались спрэды к кривой России и в выпусках ВТБ.

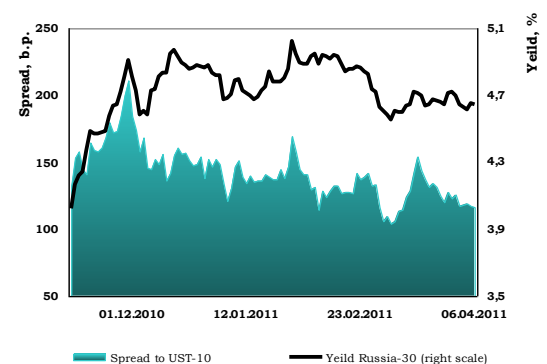
Динамика доходности US Treasures, %



Динамика нефти марки Brent, \$/баррель



Динамика доходности выпуска Россия-30 и спрэда доходности к UST-10



Среди нефтегазовых компаний лучшую динамику показали выпуски Лукойла. Лукойл-20 вырос на 1,55%, Лукойл-17 прибавил порядка 1,2%. А вот выпуски Газпрома продемонстрировали более скромную динамику, их рост в среднем составил в районе 0,4%. Хуже рынка смотрелись бумаги ТНК-ВР, рост в которых был в районе 0,1%.

Снижение котировок в основном демонстрировали выпуски с «короткой» дюрацией. Таким образом, в целом по рынку кривые доходности приобрели более пологий наклон, что являлось ожидаемым явлением на фоне повышенного спроса на российские еврооблигации.

В апреле динамика рынка будет в значительной мере определяться движением цены на нефть. В случае обновления ценами двухлетних максимумов или сохранения текущих уровней, спрос на российские активы будет оставаться высоким, что может привести к еще большему сужению спредов доходностей между корпоративными и суверенными выпусками.

Кроме этого, рост может продолжиться и в евробондах России. По нашему мнению, вероятность того, что одно из рейтинговых агентств поднимет страновой рейтинг России тем больше, чем дольше цены на нефть держаться выше 100\$/баррель.

Заметим, что спред между индикативными суверенными выпусками России и Бразилии, а также России и Мексики остается выше 100 б.п., в то время как рейтинги России и Мексики одинаковы, а Бразилия имеет рейтинг на одну ступень ниже, чем российский (по S&P и Moody's). Мы ожидаем сокращение спреда в среднесрочной перспективе минимум на 50 б.п.

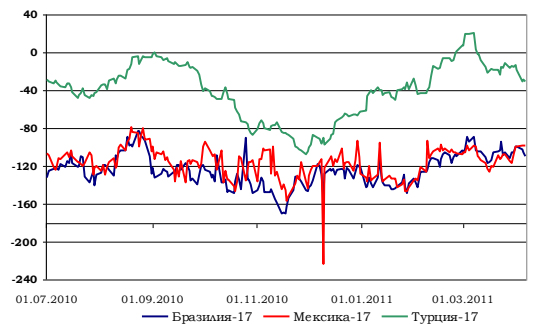
Главным фактором риска для российских еврооблигаций пока остаются долговые проблемы Еврозоны. Несмотря на ожидаемость обращения Португалии в ЕС за помощью, в момент, когда это событие произойдет, долговые рынки развивающихся стран, в том числе и России, будут находиться под давлением.

Первичный рынок

На первичном рынке уже второй месяц наблюдалось заметное снижение активности. Было размещено только 3 займа на общую сумму около \$1 650 млн. в эквиваленте. Для сравнения, за март 2010 года было размещено 5 займов общим объемом \$4 200 млн.

Мы связываем это с двумя причинами. Во-первых, значительный приток капитала на финансовые рынки России в связи с укреплением рубля привел к существенному снижению доходности на рублевые облигации. По этой причине выпуски в рублях становятся более интересными, особенно для эмитентов, имеющих возможность выпуска биржевых облигаций. По данным

Динамика суверенных спредов к Россия-30, б.п.



Источник: Bloomberg, расчеты UFS

агентства Bloomberg продажи рублевых облигаций в первом квартале 2011 года по сравнению с аналогичным периодом 2010 года увеличились на 69% до \$252 млрд. рублей. В то же время объемы размещений евробондов снизились за этот же период на 19%. Во-вторых, в 2010 году на международном рынке заняло довольно много эмитентов, и сейчас у большинства крупных российских компаний нет необходимости в финансировании.

В середине месяца состоялось размещение рублевого выпуска евробондов **РСХБ** объемом 20 млрд. рублей с погашением в 2016 году. Ставка купона была установлена на уровне 8,7% годовых, что давало значительную премию к вторичному рынку. Мы оценивали справедливую доходность займа на уровне 8,2-8,3% годовых, что давало премию к кривой ОФЗ в районе 80 б.п. Сейчас выпуск торгуется на уровне 102,4% от номинала с доходностью 8,25% годовых, что дает премию к кривой ОФЗ в районе 120 б.п. Мы полагаем, что выпуск имеет потенциал снижения доходности еще в районе 40 б.п. и все еще интересен для покупки.

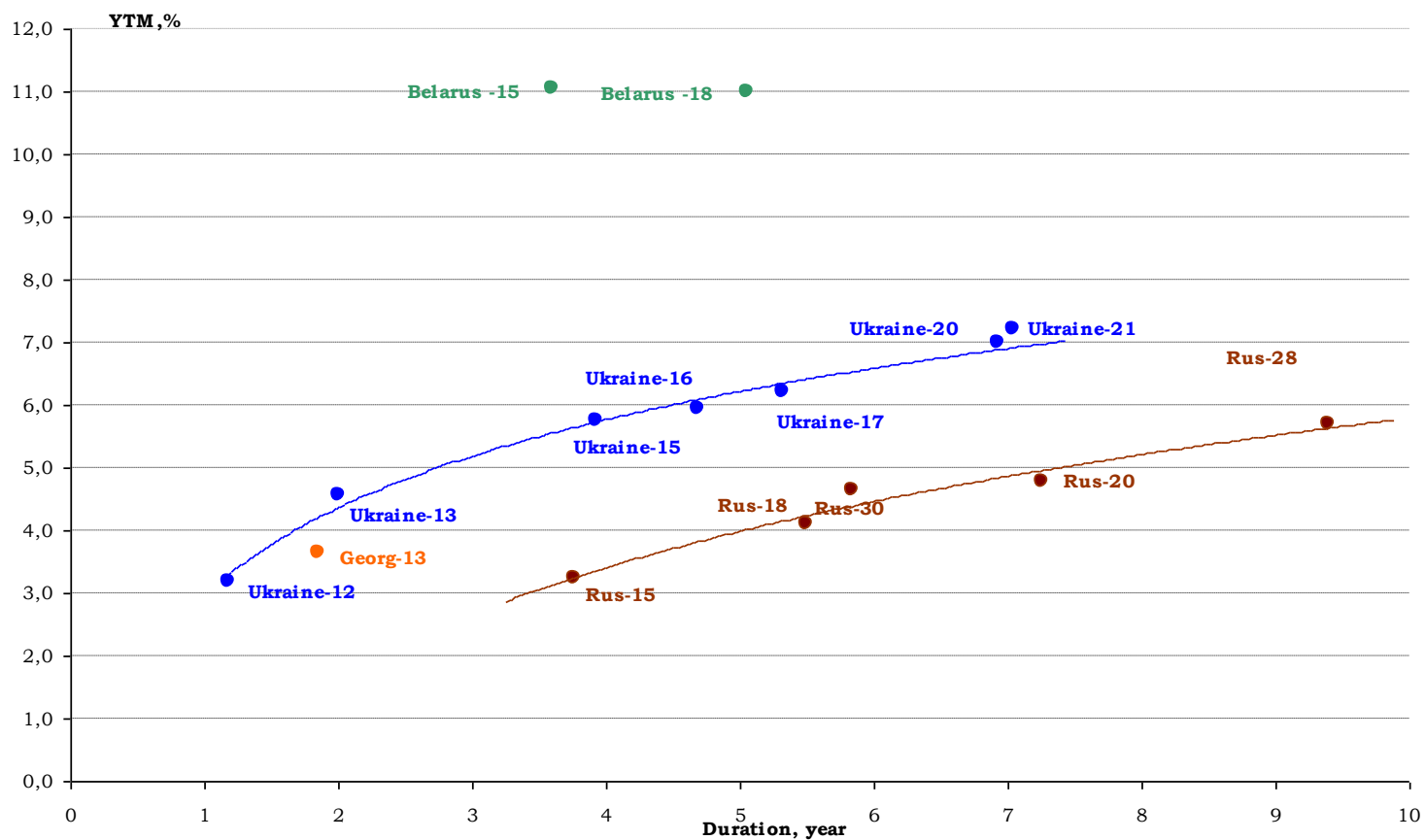
Евробонды в долларах разместил еще один российский банк – **«Хоум кредит и Финанс банк»**. Объем займа составил \$500 млн., евробонд размещен на 3 года под ставку 7% годовых, что соответствовало нижней границе изначального ценового диапазона. По нашему мнению заем был размещен вблизи своей справедливой доходности. Тем не менее, на общем позитивном фоне выпуск смог показать значительный рост. Сейчас ХКФБ-14 торгуется на уровне 102,6% от номинала под доходность в районе 6,0%. Мы полагаем, что выпуск вряд ли имеет «апсайд» и в дальнейшем будет двигаться вместе с рынком.

ОАО «РЖД» разместил дебютный выпуск еврооблигаций в фунтах стерлингах. Объем займа составил 350 млн. фунтов стерлингов, против изначально планирующегося объема до 1 000 млн. фунтов. Ставка купона установлена на уровне 7,487% годовых, что соответствовала премии в 325 б.п. к суверенным облигациям Великобритании. По нашим оценкам, выпуск был размещен с премией к вторичному рынку минимум в 50 б.п. Сейчас выпуск торгуется на уровне 102,5% от номинала с доходностью 7,25%. По нашему мнению в выпуске остается потенциал снижения доходности в районе 30 б.п.

В апреле, вероятно, сохранится тенденция относительно низкой активности на первичном рынке еврооблигаций перед рынком рублевых займов. В то же время в предстоящем месяце евробонды планирую выпустить: ТКС Банк (роуд-шоу выпуска начнется 7 апреля, банк планирует привлечь от \$150-200 млн.) и Глобэксбанк (планирует разместить на внешних рынках евробонды объемом порядка \$250 млн.)

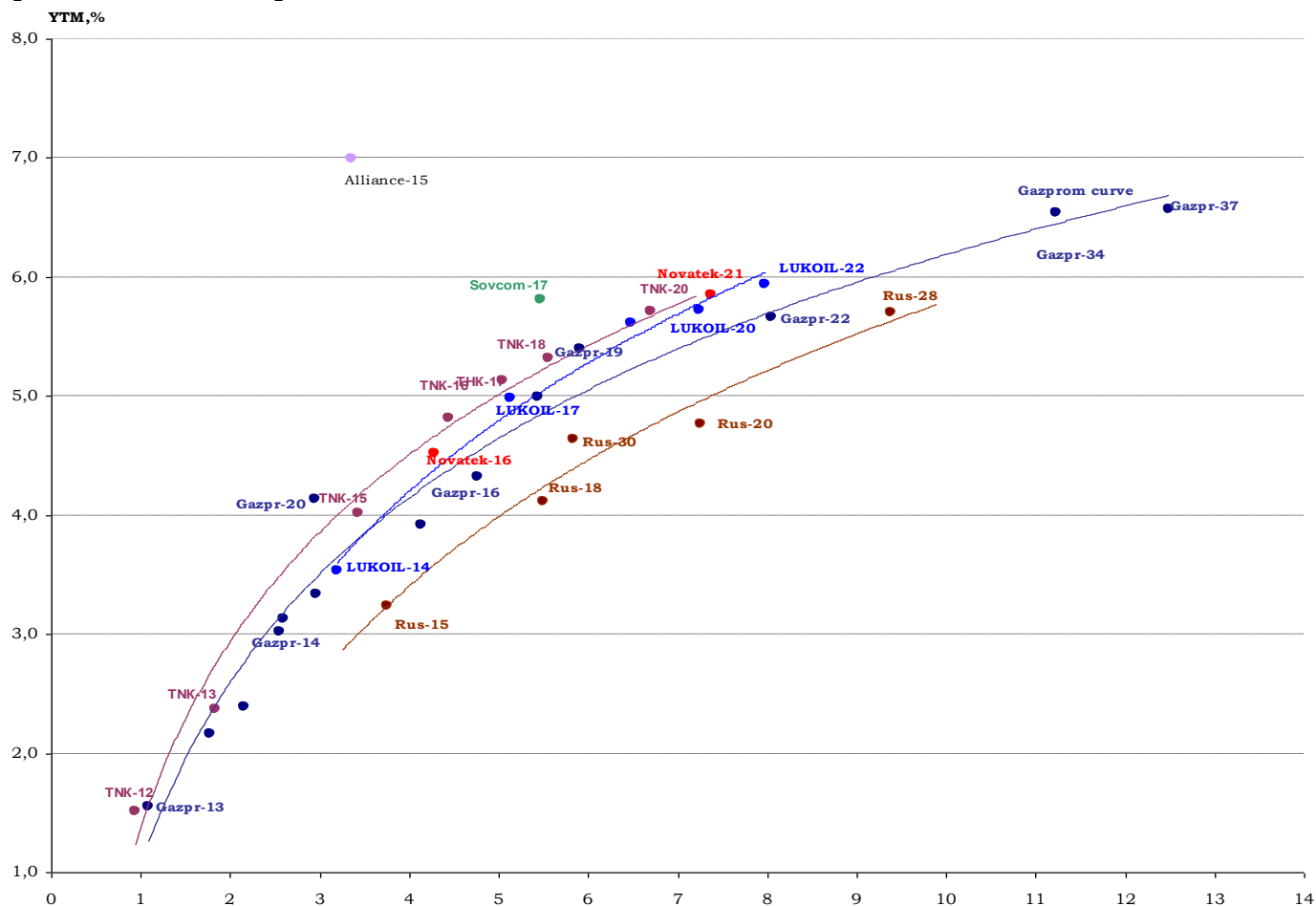


Карты доходности
Суверенные еврооблигации СНГ

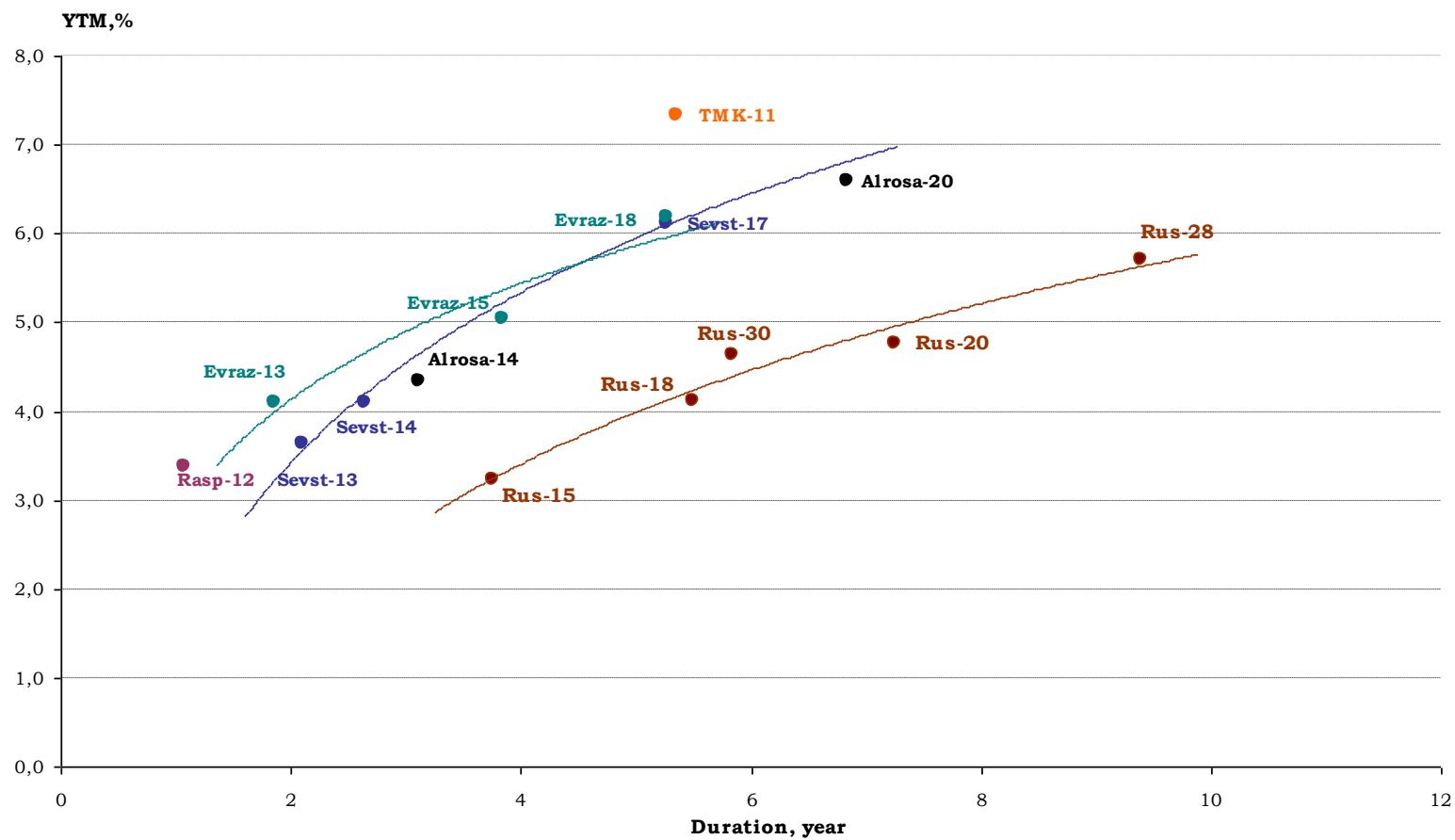




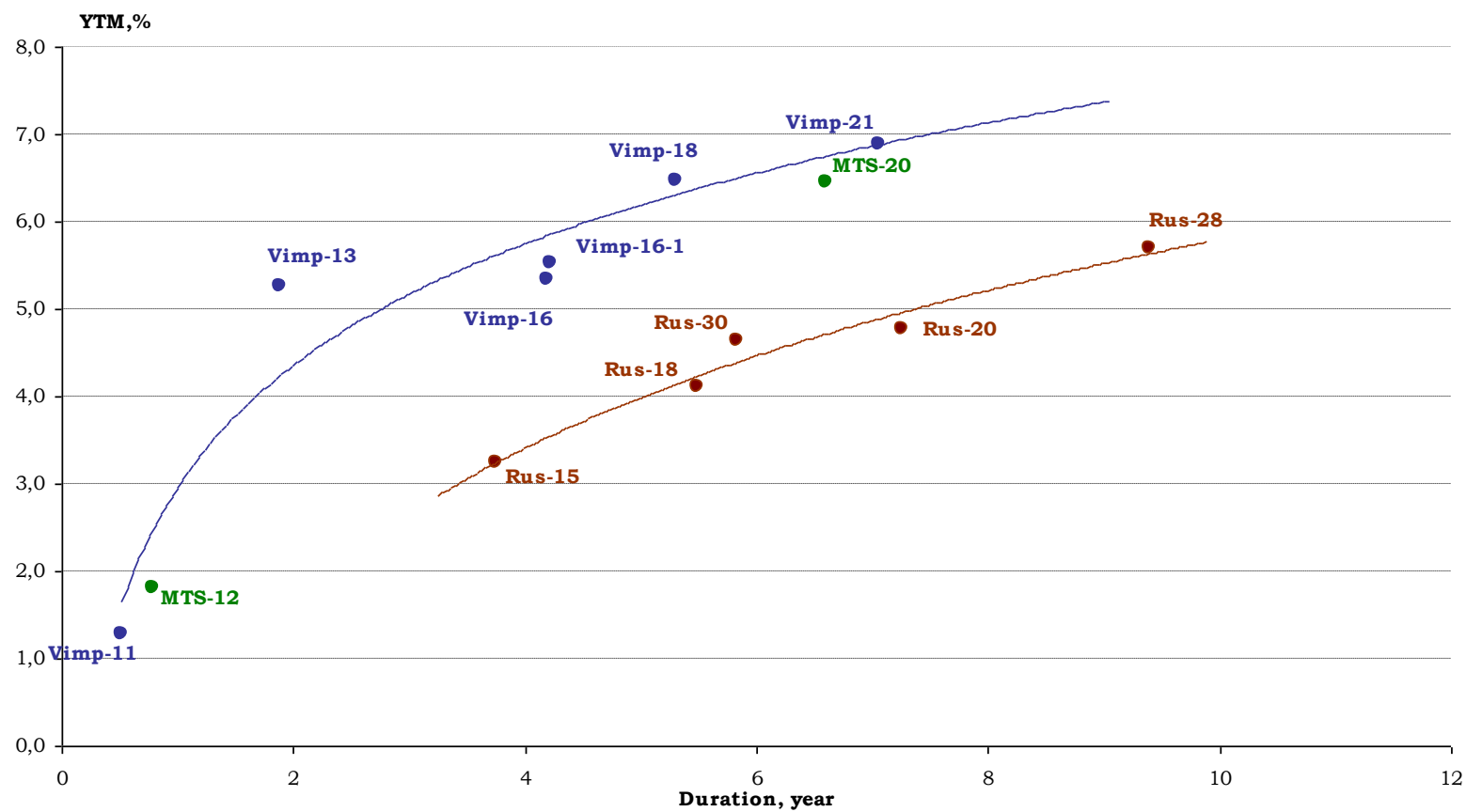
Корпоративные еврооблигации: нефть и газ



Корпоративные еврооблигации: металлургия

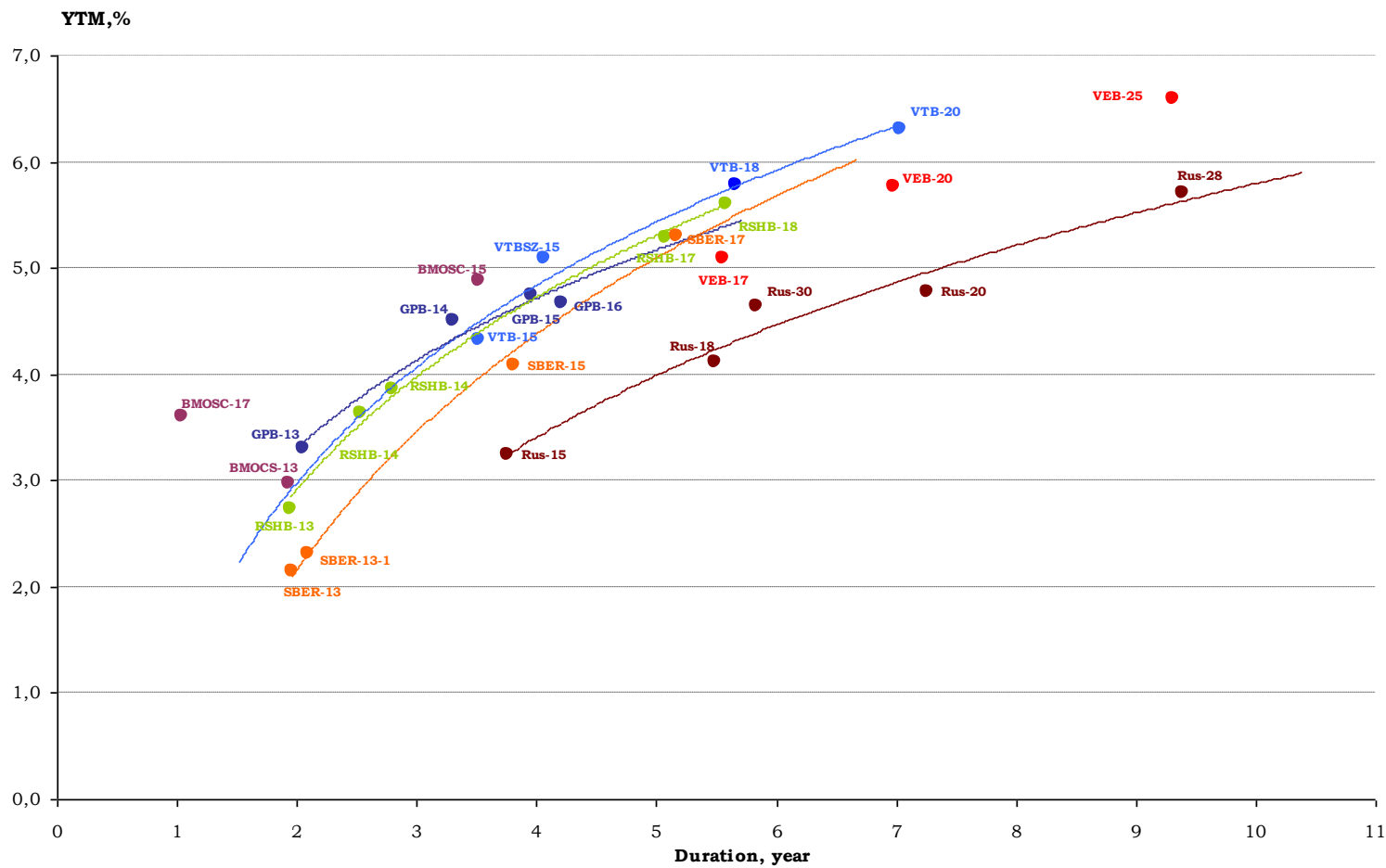


Корпоративные еврооблигации: телекомы



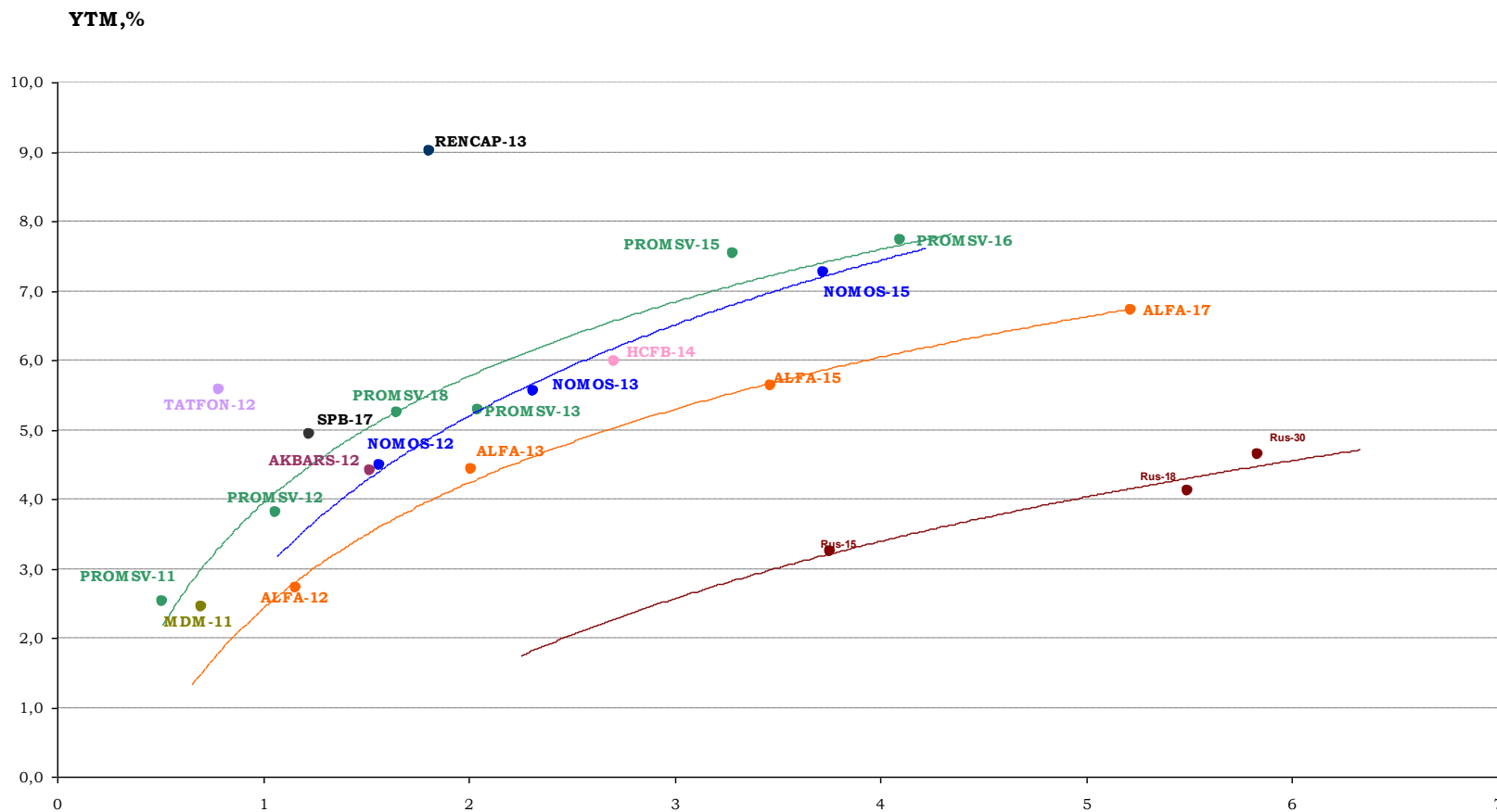


Корпоративные еврооблигации: банки с рейтингом не ниже BBB-





Корпоративные еврооблигации: банки с рейтингом ниже BBB-



Департамент торговли и продаж

Лаухин Игорь Владимирович	Тел. +7 (495) 781 73 00
Кулаева Тамара Борисовна	Тел. +7 (495) 781 73 02
Лосев Алексей Сергеевич	Тел. +7 (495) 781 73 03
Козлов Алексей Александрович	Тел. +7 (495) 781 73 06
Хомяков Илья Маркович	Тел. +7 (495) 781 73 05
Куц Алексей Михайлович	Тел. +7 (495) 781 73 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

www.ufs-federation.com

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. 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 «Ю.Ф.С. – Федерация». «Ю.Ф.С. – Федерация» не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.