

Дмитрий Назаров,
 nds@ufs-federation.com

Прогноз ситуации на рынках до конца июня

События и комментарии

Еврозона

В мае тема европейских долговых проблем вновь стала основной для финансовых рынков. Во-первых, в течение всего месяца продолжало расти беспокойство относительно Испании, которая имеет высокий шанс стать четвертой страной в еврозоне, обратившейся за помощью. Во-вторых, Греция продолжала оставаться «болевым точкой», т.к. вероятность ее выхода из еврозоны увеличилась после парламентских выборов в начале мая.

Говоря о Греции, напомним, что ни одна из партий не смогла по итогам выборов набрать большинство голосов, попытки сформировать правительство провалились и на 17 июня были назначены перевыборы. Опасения рынков сейчас вызывает тот факт, что по последним опросам, на предстоящих выборах леворадикальная партия получит больше голосов, чем на предыдущих выборах. Эта партия выступает за пересмотр соглашений с ЕС и МВФ и немедленный отказ от политики жесткой экономии.

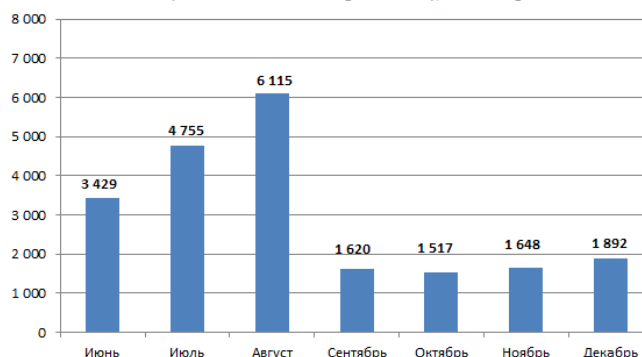
Многие немецкие политики, включая А. Меркель и министра финансов В. Шойбле отметили, что 17 июня греки будут голосовать за возможность остаться в зоне евро. А. Меркель также отметила, что необходимость проведения реформ не подлежит пересмотру. В то же время, может быть рассмотрена возможность увеличить сроки выполнения программ бюджетной консолидации. Также, как заявила А. Меркель, могут быть введены новые программы, направленные на стимулирование экономического роста. Интересно, что и большинство греков, и лидер «левых» А. Ципрас выступают за то, чтобы Греция осталась в зоне евро.

Мы рассмотрим 4 сценария, по которому могут развиваться события после выборов 17 июня:

1. Леворадикальная партия получает большинство голосов, формирует правительство и отказывается от проведения мер бюджетной экономии. Переговоры ЕС с новым правительством завершаются безрезультатно. Транши помощи заморожены. Греция объявляет дефолт и выходит из еврозоны.

Вероятность такого сценария мы оцениваем на уровне 30,0%. Полагаем, что ЕС, и в частности Германия, будут искать возможность избежать такого сценария, в том числе путем смягчения условий предоставления помощи. Реализация этого сценария может привести к следующим последствиям. Во-первых, это создаст прецедент для других стран, которые в дальнейшем могут последовать по греческому пути. Во-вторых, это

График погашения долга Греции во II полугодии 2012 года
(основной долг + проценты), млн. евро



Источник: Bloomberg



усугубит ситуацию на долговых и денежных Европы, может закрыть рынок заимствований для Испании и Италии. В-третьих, это ударит по некоторым банкам, в особенности банкам Кипра, которые могут не пережить этот кризис. Несмотря на то, что вероятность такого сценария мы оцениваем менее чем в 50,0%, правительство стран еврозоны стали готовить планы на случай его реализации.

2. Леворадикальная партия получает большинство голосов, формирует правительство и отказывается от проведения мер бюджетной экономии. После переговоров, ЕС соглашаются смягчить условия проведения мер бюджетной консолидации для Греции, удлинит сроки действия программ помощи.

Этот сценарий, как нам кажется, имеют такую же вероятность реализации, как и первый. В целом он лучше, чем сценарий №1, однако может быть воспринят рынками неоднозначно. С одной стороны он покажет гибкость политиков ЕС, с другой – подтвердит очевидность, что кризис будет продолжаться долгие годы.

3. Результаты выборов 17 июня не будут принципиально отличаться от тех, что прошли в начале мая. В очередной раз, ни одна из партий не наберет большинство голосов для формирования коалиции и правительства. Политический кризис и неопределенность в Греции сохранится. Вероятность такого сценария мы оцениваем в районе 20,0%

Негативный сигнал для рынков, угроза дефолта в ближайшие месяцы – высокая.

4. Наконец последний сценарий предполагает, что грекам удастся договориться между собой, коалиционное правительство будет сформировано. Вероятность этого сценария мы также оцениваем в 20,0%.

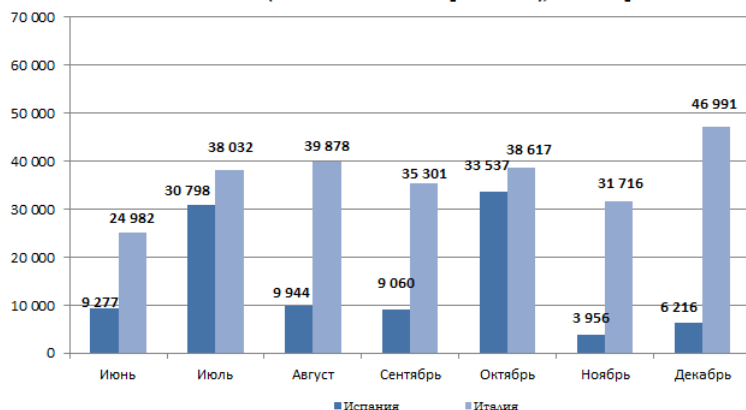
В этом случае Греции продолжает поступать помощь, вероятность дефолта снижается. Впрочем, даже этот сценарий не гарантирует рост на рынках, поскольку в Европе, в частности, так и в мире в целом останется много факторов неопределенности.

В Европе таким фактором, помимо Греции, является риск полного вовлечения Испании в долговой кризис. Ситуация в Испании сейчас, в некоторой степени, сходна с той, которая наблюдалась в Ирландии в 2010 году. Напомним, тогда проблемы в банковском секторе заставили правительство наращивать долг и бюджетный дефицит, что в конечном итоге заставило Ирландию обратиться за помощью в ЕС и МВФ.

Ключевой проблемой банковского сектора Испании является существенная величина просроченных ссуд, связанных со строительным сектором. В настоящий момент доля «bad loans» в ссудном портфеле испанских банков превышает 8,0% и продолжает расти. Точная оценка объема просроченных ссуд будет известна после аудита банковской системы.

Его первая часть завершится к 21 июня, вторая – в 31 июля. Рейтинговое агентство Fitch, обосновывая понижение рейтинга Испании на 3 ступени до ВВВ, оценивало объем

График погашения долга Испании и Италии в I полугодии 2012 года (основной долг + проценты), млн. евро



Источник: Bloomberg

финансовых нужд на рекапитализацию банковского сектора в 60 млрд. евро (6,0% от ВВП страны).

В конечном итоге, министры финансов стран еврозоны согласовали выделение Испании 100 млрд. евро помощи на рекапитализацию банковского сектора. Более точные цифры помощи станут известны позже, после обнародования первых результатов аудита банковской системы. Тем не менее, уже сейчас ясно, что механизм предоставления помощи будет несколько иным, чем

тот, по которому предоставлялись средства Греции, Ирландии и Португалии. Скорее всего, помощь будет направлена в FORB (Fund for Orderly Bank Restructuring), т.е. в специально созданный фонд для перечисления средств отсюда непосредственно банкам Испании. Таким образом, на Испанию, вероятно, будут наложены обязательства провести реформы банковского сектора. Однако, необходимость бюджетной консолидации, которые были условием предоставления помощи Греции, Португалии и Ирландии, на правительство Испании наложено не будет.

Тем временем, сама Испания испытывает сильную рецессию, как и многие другие страны еврозоны, при этом ситуация в мае продолжала ухудшаться.

В 1 квартале 2012 года экономика еврозоны сократилась на 0,1% в годовом выражении. Относительно 4 квартала 2011 года, ВВП остался без изменений. Уровень безработицы остался на уровне 11,0% - максимальном за всю историю существования еврозоны. Продолжали падать и опережающие индикаторы. Производственный индекс PMI снизился до 45,1 пункта против 46 пунктов месяцем ранее. Продолжала падать и активность потребителей. Так, розничные продажи в апреле рухнули на 2,5% в годовом выражении, и на 1,0% - в месячном, что превзошло ожидания. На этом фоне потребительская инфляция замедлилась до 2,6%. Падение опережающих индикаторов свидетельствует о том, что экономика еще не достигла дна, и активность потребителей будет и снижаться дальше. По прогнозам потребительская инфляция в мае снизилась до 2,4%. При таких темпах падения цен, инфляция



Экономическая статистика по Еврозоне, опубликованная в мае

Показатель	Факт	Ожидания	Предыдущее значение
ВВП еврозоны в 1 кв. 2012 года, м/м	0,0	0,0	0,0
Уровень безработицы апреле, % / г/г	11,0	11,0	11,0
Индекс потребительских цен в Еврозоне в апреле, г/г, %	2,6	2,7	н/д
Индекс потребительских цен в Еврозоне в мае (прогноз), г/г, %	2,4	2,5	2,6
PMI: производственный индекс в еврозоне в мае	45,1	45,0	46,0
Розничные продажи в апреле в еврозоне, г/г, %	-2,5	-1,1	-0,2
ВВП Германии в 1 кв., м/м	0,5	0,1	-0,2
Уровень безработицы в Германии в, %, г/г	6,7	6,8	6,8
Индекс потребительских цен в Германии в мае (предварит.), г/г, %	1,9	2,1	2,1
Розничные продажи в Германии в апреле, г/г, %	0,6	0,2	1,6

Источник: Bloomberg

может опуститься ниже приемлемой отметки в 2,0% уже к началу осени.

Спад экономики сейчас наблюдается в Европе повсеместно. Пока особняком держится Германия, рост ВВП у которой в 1 кв. 2012 вырос на 0,5%, тогда как в прошлом квартале сократился на 0,2%. ВВП Франции не изменился, а вот в Италии и Испании ВВП упал на 0,8% и 0,3% соответственно.

Очевидно, что внутренний спрос и активность потребителей в Германии также замедляется. Розничные продажи в апреле выросли на 0,6%, а инфляция в мае по прогнозам снизилась до 1,9%.

Учитывая серьезные проблемы в экономике и на долговых рынках, с нашей точки зрения, ЕЦБ в ближайшие месяцы может вновь понизить базовые процентные ставки. Однако, на заседании прошедшем в начале июня, этого не произошло. На пресс-конференции по итогам заседания Совета управляющих ЕЦБ, М. Драги заявил, что ЕЦБ «готов действовать», если экономике будет нанесен большой урон текущим кризисом. При этом на прошедшем заседании несколько членов Совета управляющих уже голосовали за понижение ставки. ЕЦБ продолжит проводить регулярные операции рефинансирования MRO, в том объеме, который будет необходим банкам. Кроме того, продолжится предоставление 3-месячных кредитов в рамках операций LTRO вплоть до конца этого года.

Очевидно, что понижение ставки не решит долговые проблемы региона, не поможет покрыть убытки испанских банков, не сделает Грецию более конкурентоспособной. Тем не менее, смягчение позитивно скажется на рынке доходностей и денежном рынке. В конечном счете, ЕЦБ может вновь на какое-то время снять напряжение на рынках, что мы уже наблюдали в начале этого года. Очевидно, впрочем, что стимулирование экономического роста, решение долговых проблем и укрепление доверия будет в значительной степени зависеть от действий политиков ЕС.

В очередной раз какие-то решения будут приняты на саммите ЕС 28-29 июня. Саммит состоится после выборов в Греции, поэтому основным вопросом, скорее всего, будет именно греческий. Помимо этого, ожидается обсудить вопросы создания банковского и фискального союза, а также стимулирование экономического роста. Впрочем, мы вновь не ждем, что на саммите будут приняты решения, способные существенно изменить ситуацию. Для рынков двумя главными вопросами в этом месяце станут итоги выборов в Греции и решение проблем в банковском секторе Испании.

США

Фактором падения большинства фондовых рынков в мае стали не только негативные новости из Европы. Экономика США, в отличие от первых месяцев 2012 года, в мае стала показывать явные признаки замедления. И прежде всего речь идет о рынке труда.

Первичные заявки на пособие по безработице в течение всего месяца держались выше отметки 370 тыс., а к началу июня взлетели до 389 тыс. Наибольшим разочарованием для рынков стали данные по non-farm payrolls, которые в мае упали до 69 тыс., а данные за прошлый месяц были пересмотрены в сторону понижения до 77 тыс. Такими низкими данные по приросту числа занятых вне сельского хозяйства были только в мае 2011 года. Наконец и уровень безработицы впервые с июня 2011 года вырос до 8,2%.

Другая макроэкономическая статистика, выходящая в мае, свидетельствовала о том же – экономика показывает временное замедление. Так, за исключением промышленного производства, которое в апреле выросло до 1,1%, остальные данные были разочаровывающими.

Потребительское доверие рухнуло в мае с 69,6 пунктов до 64,9 пунктов. Замедление показали розничные продажи, которые выросли в апреле только на 0,1%. Вполне возможно, что стагнация на рынке труда, наблюдаемая в мае, приведет к спаду розничных продаж в прошедшем месяце.

Негативным сигналом стало и уменьшение важного опережающего индикатора – ISM в производственном секторе. В мае он сократился до 53,5 пунктов. Очевидно, что и промышленное производство по итогам мая покажет снижение темпов роста.

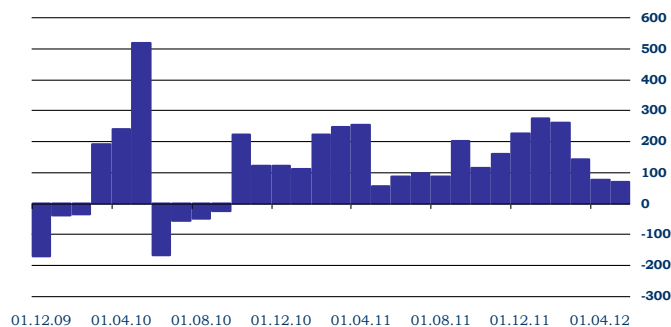
Порция негативных данных сопровождалась отсутствием намеков со стороны ФРС на возможность нового монетарного стимулирования экономики. Так, бурным падением рынка отреагировали на выступление Б. Бернанке перед комитетом по экономике Конгресса США. Заявление Б. Бернанке сводилось к тому что ФРС продолжает наблюдать за ситуацией, однако

Экономическая статистика по США, опубликованная в мае

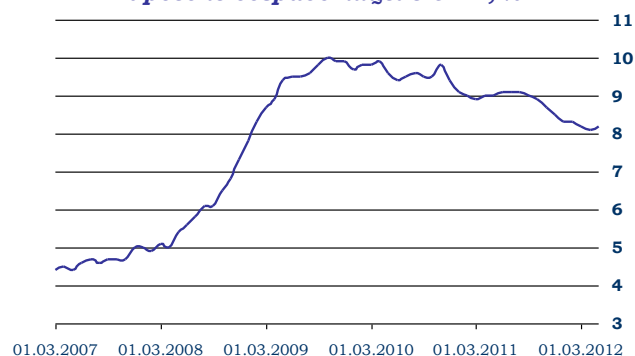
Показатель	Факт	Ожидания	Предыдущее значение
ВВП за 1 кв. 2012, вторая оценка	1,9	1,9	3,0
Уровень безработицы в мае, %	8,2	8,1	8,1
Non-farm payrolls в мае, тыс.	69	150	77
Промышленное производство в апреле, %	1,1	0,6	-0,6
Базовая инфляция в апреле, г/г, %	2,3	2,3	2,3
Розничные продажи в апреле, %	0,1	0,1	0,7
Потребительское доверие в мае, пунктов	64,9	69,6	68,7
ISM в производственном секторе в мае	53,5	53,8	54,8

Источник: Bloomberg

Количество новых рабочих мест, созданных вне с/х сектора за месяц в США, тыс.



Уровень безработицы в США, %



спад в темпах восстановления рынка труда переоценен. Отметим, что заместитель главы ФРС Ж. Йеллен, отметила, что ФРС следует действовать, пока ситуация в экономике еще больше не ухудшится.

Тем временем, базовая инфляция в США осталась на прежнем уровне 2,3%, что немного перевешивает порог, обозначенный ФРС в качестве приемлемого в 2,0%. Это является сдерживающим фактором для начала нового вливания денег в экономику.

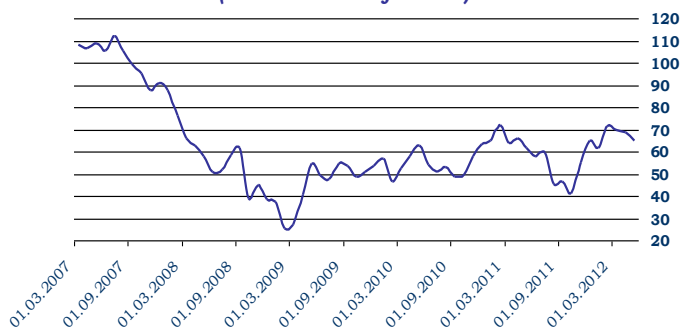
С нашей точки зрения, решение о запуске печатного станка будет приниматься не столько исходя из макроэкономических данных по рынку труда, сколько исходя из ситуации в Европе.

Мы не ожидаем, что ФРС примет решение о начале QE3 на ближайшем заседании 20 июня. В случае, если ситуация в Европе будет развиваться по негативному сценарию: выход Греции из еврозоны, обращение Правительства Испании за помощью в ЕС и МВФ для собственных нужд, в ближайшие месяцы мы увидим принятие решений. Вполне возможно, что ФРС по итогам заседания сделает более серьезный намек на возможность стимулирования.

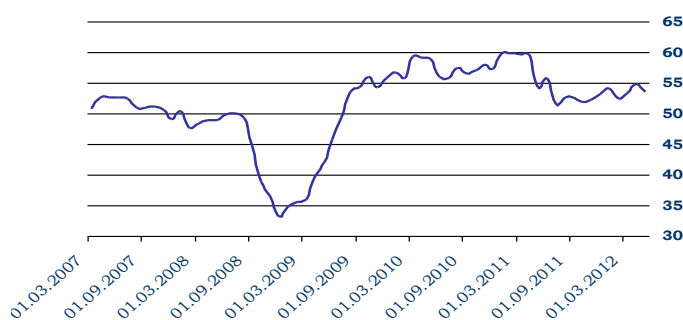
Рынок treasuries в мае-начале июня поставил новые рекорды. Доходность 10-летних облигаций США весь май постепенно сползала вниз, однако после негативных данных по рынку труда, рухнула до исторического минимума – 1,45% годовых. Причина – уход капитала в «качество» т.е. в UST и доллар. В последующие дни наблюдался рост доходности.

Наша прогнозируемая доходность по UST-10, на конец мая составляет 1,6% годовых. Впрочем, реализация негативных событий в Европе может вновь толкнуть доходности к минимумам.

Индекс доверия потребителей в США (Consumer Confidence)



Индекс деловой активности (ISM) в США



Доходность UST-10, %



Источник: Bloomberg

Российские еврооблигации

Вторичный рынок

В нашем прошлом обзоре мы прогнозировали рост волатильности на рынках в связи с ростом неопределенности. Мы видим как минимум 3 фактора подобной неопределенности:

1. Новый виток кризиса в еврозоне, вероятность выхода Греции из зоны евро выросла, как и вероятность обращения Испании за помощью к ЕС и МВФ;
2. Угроза повсеместного замедления мировой экономики, особенно США и Китая;
3. Неопределенность действий регуляторов в этой ситуации, в особенности ФРС.

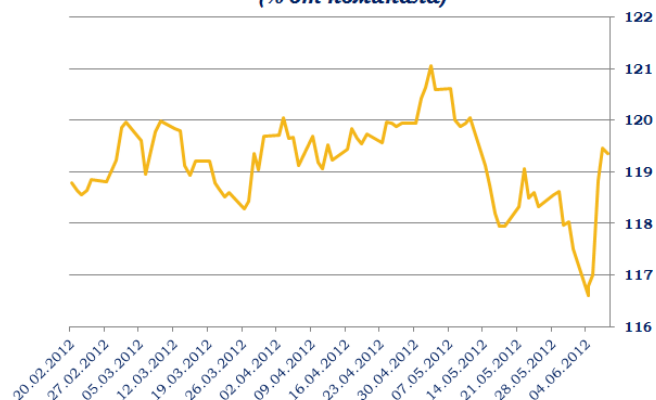
В результате в мае рост волатильности сопровождался самым сильным за последние полгода падением рынков. При этом распродажи затронули все классы рискованных активов, включая акции, облигации и commodities.

На рынке российских евробондов в течение месяца также преобладали распродажи, а большинство выпусков завершили месяц в «красной» зоне. Вниз котировки российских евробондов толкала и падающая нефть. В частности, нефть Brent потеряла свою относительную стабильность и рухнула в начале июня ниже 100,0\$/баррель.

Выпуск Россия-30 в начале июня также опускался до уровня 116,8% от номинала, в то время как в начале мая цена находилась вблизи 120,0% от номинала. Правда затем цена также стремительно восстановилась, к 9 июня выпуск Россия-30 приблизился к 119,3% от номинала, отыграв значительную часть потерь. Динамика спредов между российскими бумагами и выпусками других развивающихся стран говорили не в пользу российских суверенов.

Спред Россия-30-Бразилия-19 расширялся со 105 б.п. на начало месяца до 175 б.п. в момент наибольшего падения нефти. Однако затем сузился к 125 б.п. Аналогичная картина наблюдалась и со спредом Россия-30-Мексика-19: расширение в течение всего месяца со 130 б.п. до 175 б.п., а затем сужение до 143 б.п.

Динамика цены еврооблигаций Россия-30 (% от номинала)



Спред Россия-30-Бразилия-17. б.п.



Источник: Bloomberg

Спред Россия-30-Мексика-17. б.п.



Источник: Bloomberg

В целом суверенные выпуски России показали лучшую динамику, чем бонды «корпоративного» сектора. Например, цена Россия-42 осталась без изменения, а выпуски Россия-20 и Россия-22 выросли на 0,7% и 1,1% соответственно.

В корпоративном секторе средняя просадка за месяц оказалась в диапазоне от 1,4-2,0%. В лидерах падения оказался выпуск Альфа-банк-21, который потерял более 5,0%. Разумеется, наибольшее падение также показали волатильные выпуски Вымпелкома, металлургических компаний и банков. В частности, Вымпелком-16 и Вымпелком-18 потеряли более 4,0%, на 4,0% снизились ТМК-18 и Альфа-банк-17. В районе 3,0% снижение было зафиксировано в «длинных» выпусках ВЭБа и Евраз.

Примечательно, что наиболее длинные бумаги рынка – Газпром-37 и Газпром-34 потеряли чуть более 2,0%. В нефтегазовом секторе гораздо хуже в целом смотрелись «длинные» выпуски Лукойла и ТНК-ВР, например ТНК-ВР-20 потерял более 3,2%. Просадки в выпусках ТНК-ВР была связана и с новостями о вероятной продаже соевой доли в холдинге British Petroleum. Отмечалась возможность продажи этой доли одной из российских госкомпаний.

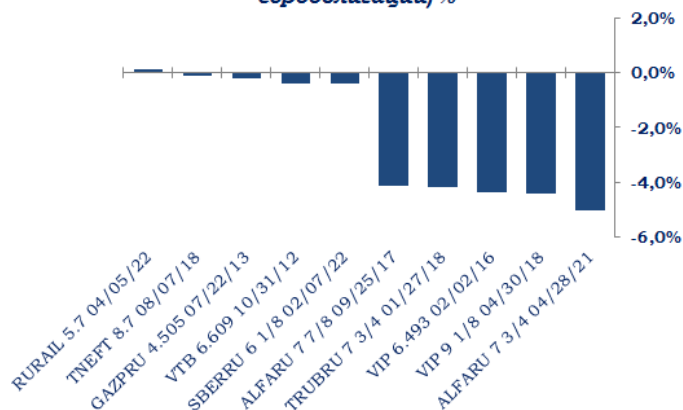
Довольно сильная просадка наблюдалась и в «коротких» бумагах. Например, Вымпелком-13 и Альфа-банк-13 упали на 0,9%, Евраз-13 потерял 0,7%, а Номос-банк-13 рухнул более чем на 1,0%. Тем не менее, наша рекомендация увеличить в начале мая долю «коротких» бумаг с расчетом купить и держать до погашения, оказалась своевременной. Например, такие бумаги как Газпромбанк-13 и РСХБ-13 снизились в пределах 0,3%.

Мы полагаем, что оставшаяся часть июня, как и первая половина месяца будет высоко волатильной. При этом, факторов, способствующих продолжению падения пока больше, чем росту. Делая среднесрочные прогноз, заметим, что большая часть важных событий будет проходить во второй половине месяца, а именно:

- ✓ 17 июня – выборы в Греции
- ✓ 18-19 июня – саммит G20;
- ✓ 20 июня – заседание ФРС;
- ✓ 28-29 июня – саммит ЕС.

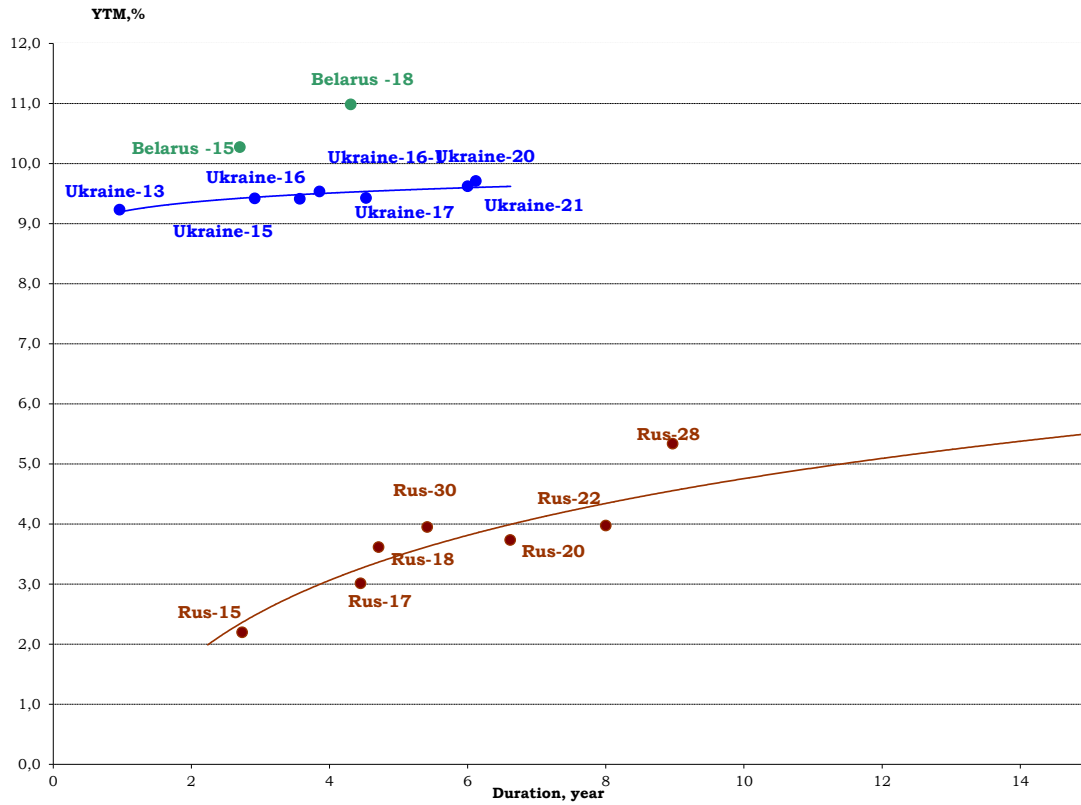
При этом наиболее важными событиями станут выборы в Греции и заседание ФРС. Мы рекомендуем держаться вне рынка как минимум до итогов окончания заседания ФРС.

Лидеры роста/снижения (российские еврооблигации) %

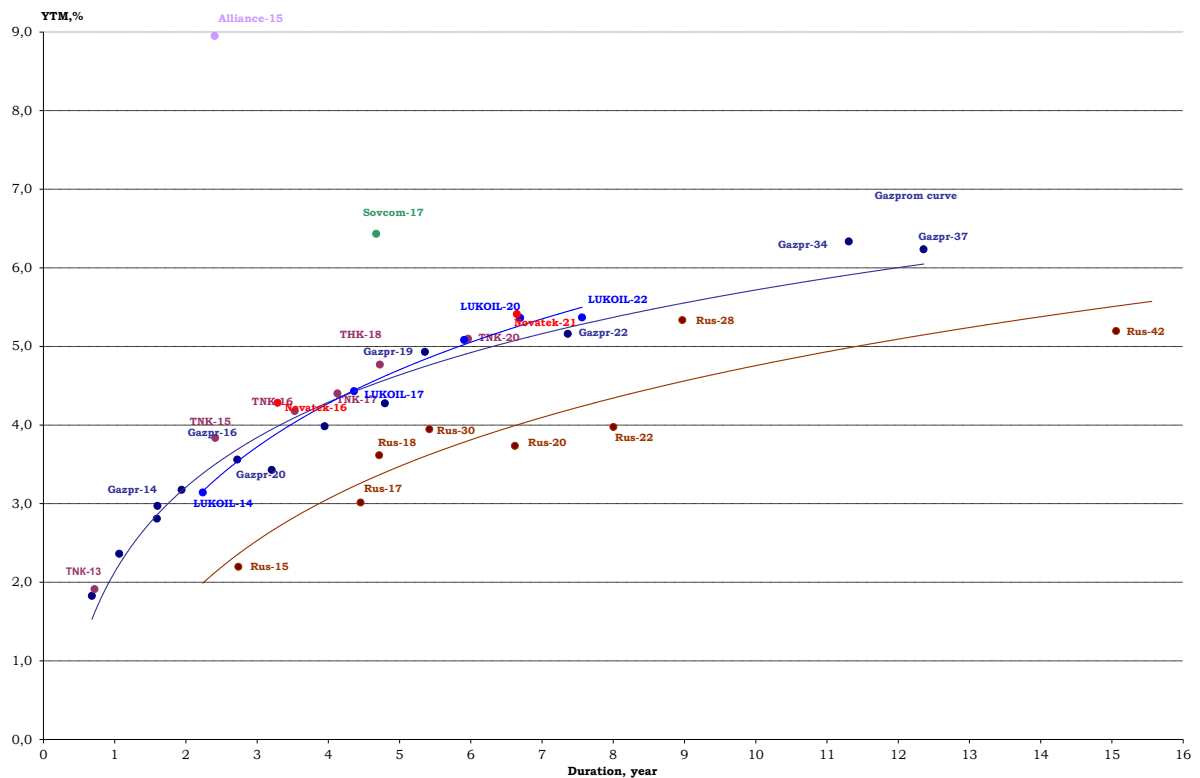


Карты доходности

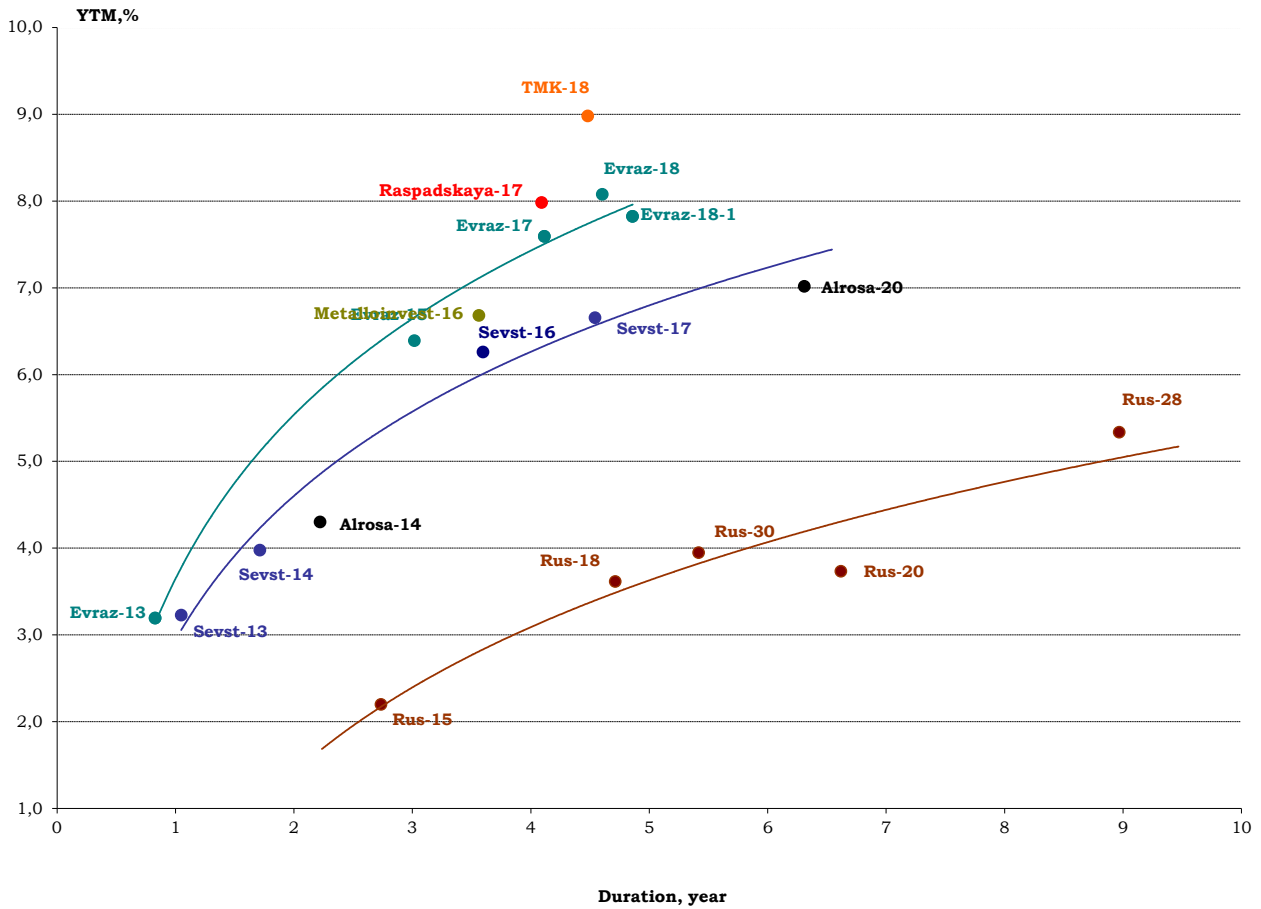
Суверенные еврооблигации



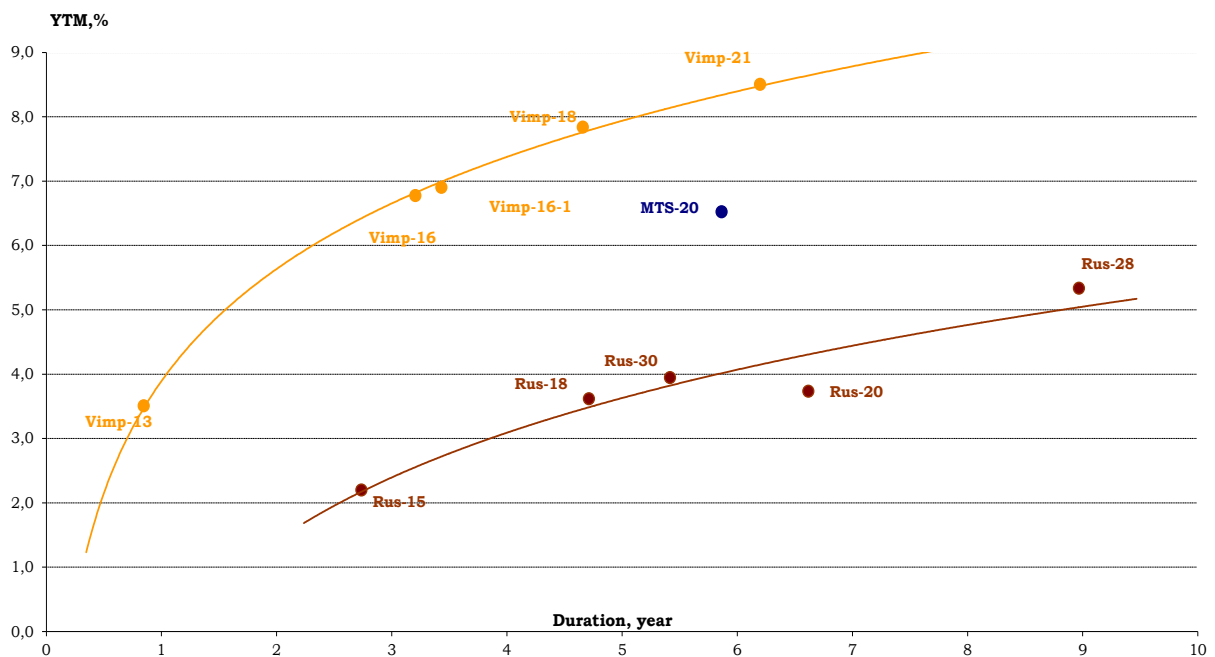
Корпоративные еврооблигации: нефтегазовый сектор



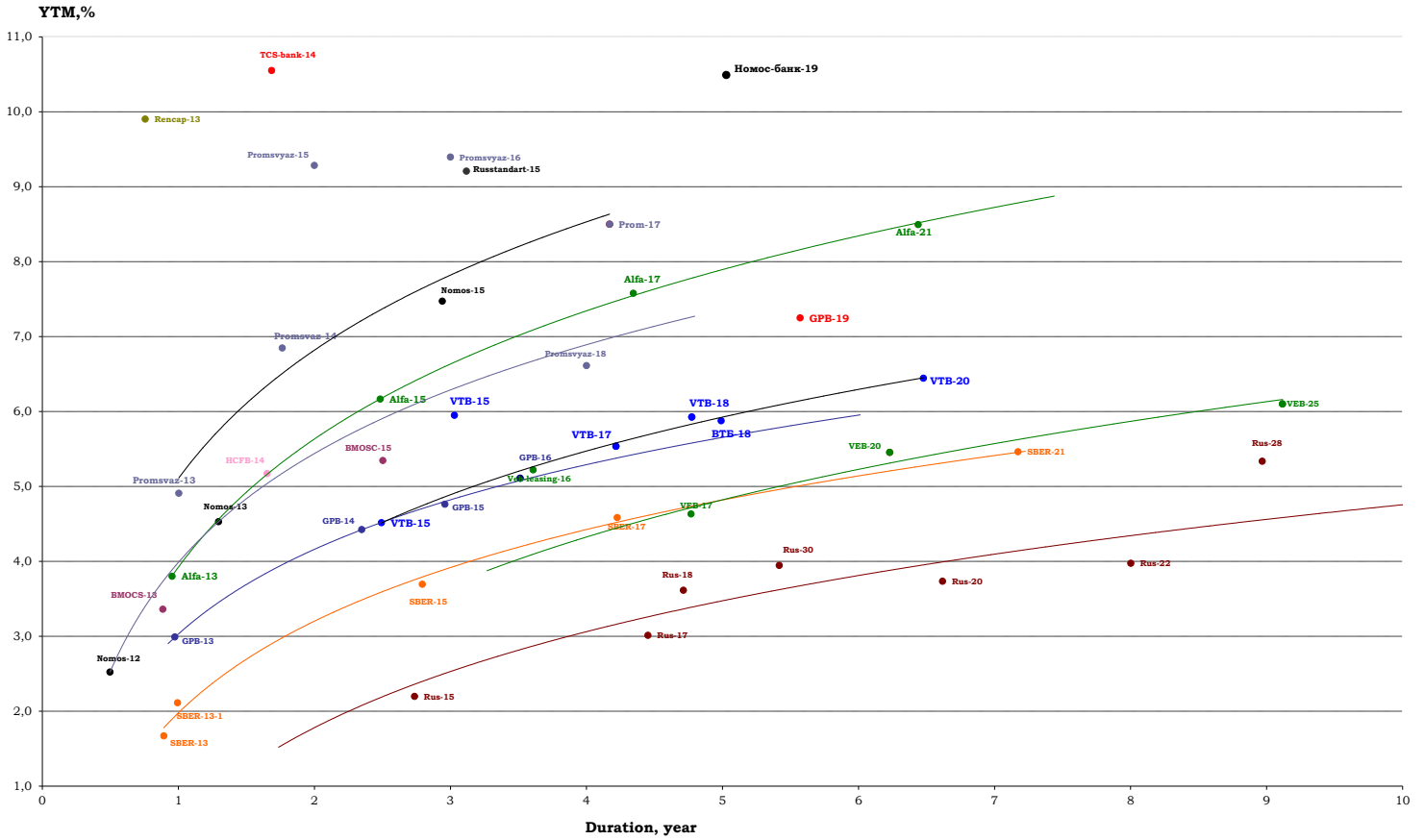
Корпоративные еврооблигации: металлургический и горнодобывающий сектор



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

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 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.

