

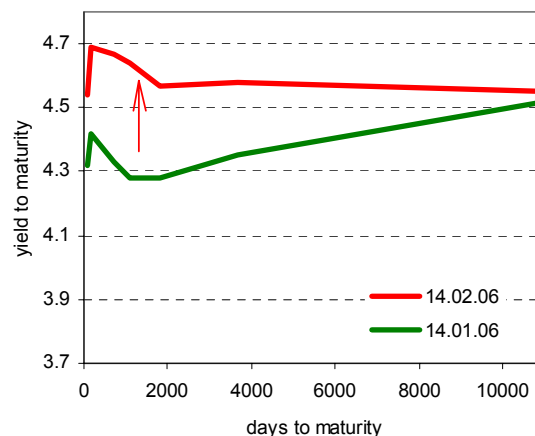
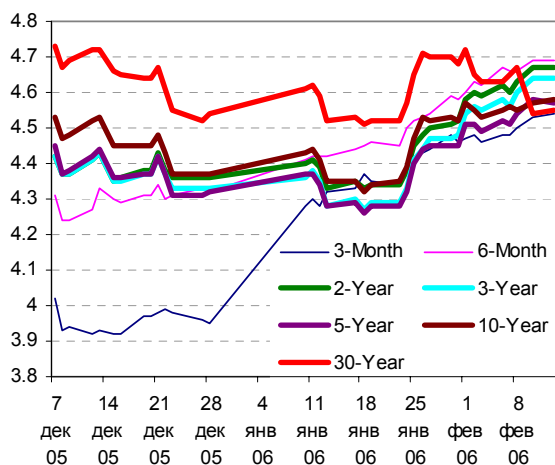
Российские еврооблигации

Судя по всему, присутствовавший перед январским заседанием ФРС оптимизм оказался преждевременным. Поводом для оптимистических настроений в середине января послужила стенограмма декабрьского заседания ФРС показавшая, что ключевая процентная ставка приближается к равновесному уровню. Уверенность участников рынка в скорой остановке или хотя бы паузе в череде повышений ставки поддерживалась слабыми макроэкономическими показателями декабря. На этом фоне доходности 30-летних бумаг снизились до 4.5%, а 5-летних до 4.26%.

Однако вскоре Казначейство объявило о планируемом объеме размещений в первом квартале – \$188 млрд. Такой объем является рекордным для одного квартала и превышает уровень предыдущего в 2 раза. Общий объем заимствований на 2006 год (\$430 млрд.) более чем на 40% превышает уровень прошлого. Рынок казначейских облигаций отреагировал на эти планы ростом доходностей. Доходность UST 30 выросла до 4.7%, UST 5 до 4.45%.

Результаты прошедших аукционов в целом соответствуют нашим ожиданиям. Спрос со стороны нерезидентов на 2,3 и 5 летние бумаги снизился на 30% в то время как при размещении новых 30-летних облигаций спрос составил рекордные 65%. Таким образом, в начале февраля только 30-летние бумаги американского Казначейства демонстрируют позитивную динамику, которая также может быть прервана в связи с новыми взглядами инвесторов относительно дальнейших действий ФРС.

Весьма вероятно, что на фоне возобновления экономического роста и неожиданного снижения уровня безработицы ФРС снова поднимет ставку на 0.25% до 4.75% для сдерживания инфляционных ожиданий. Сейчас, ожидания того, что в марте ставка будет повышена, значительно выросли и составляют 90% по сравнению с 20% на начало года. Ожидания того, что в мае ставка будет повышена до 5%, составляют в данный момент 45%.

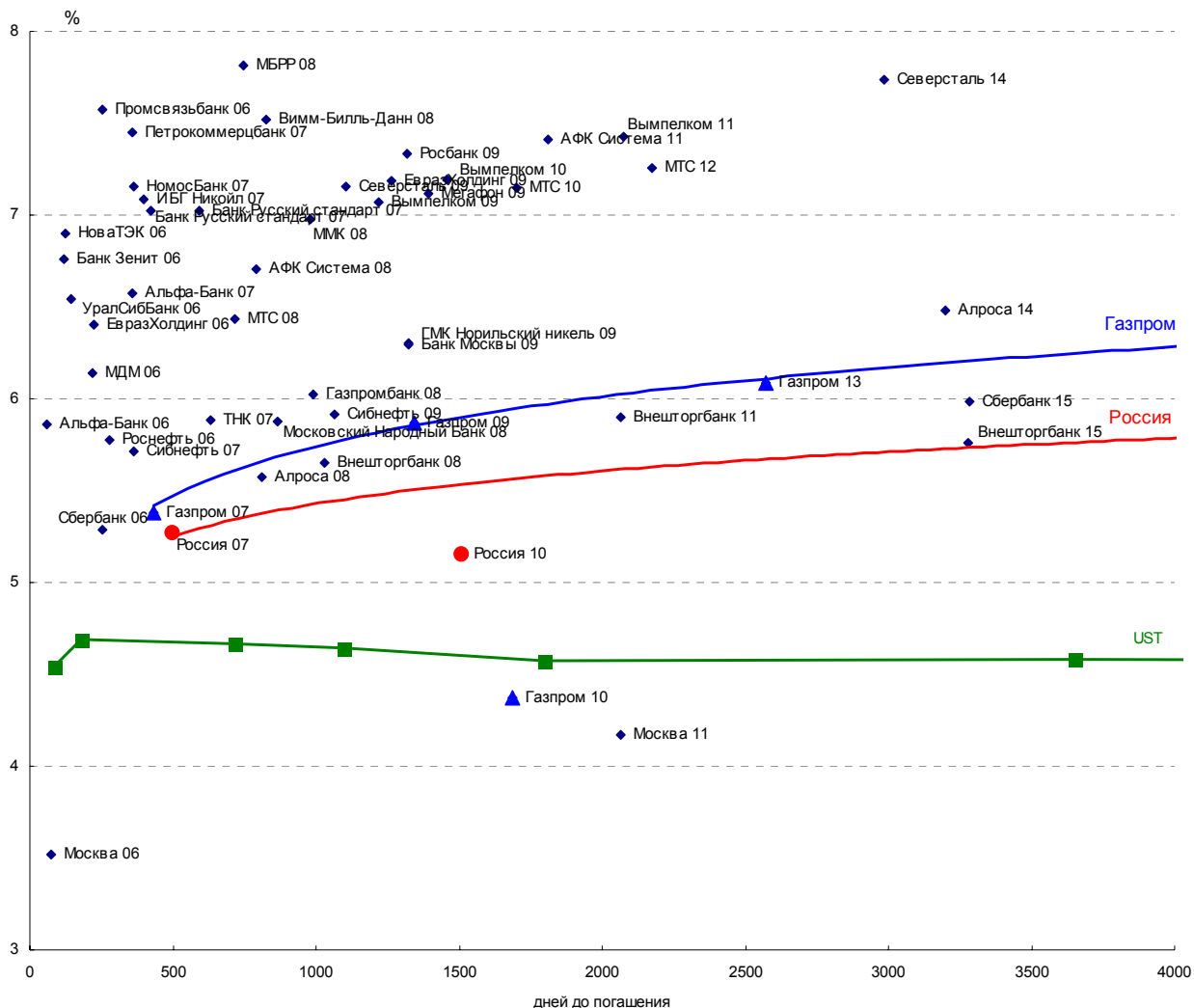


С учетом вышесказанного, мы ожидаем, дальнейший рост доходностей базовых активов на 25-30 базисных пунктов уже в марте, что без сомнения окажет негативное воздействие на котировки облигаций Emerging Markets и в том числе российских международных облигаций.

Котировки России 30 на фоне роста доходностей казначейских бумаг с начала года снизились на 70 базисных пунктов до 112.04% номинала, что соответствует доходности 5.645%. При этом спред к 10-летним UST сузился до 107 б.п. по сравнению со 118 б.п.

В перспективе на ближайший квартал, мы ожидаем дальнейшее снижение котировок России 30 и рост доходности до 5.8%. Перелом тенденции и рост цен на суверенные выпуски России может произойти во второй половине 2006 года, когда можно будет ожидать смягчения монетарной политики ФРС. Кроме того, заключение нового договора с Парижским клубом кредиторов и возможное повышение оценок со стороны мировых рейтинговых агентств окажет дополнительную поддержку суверенным еврооблигациям.

В корпоративном секторе большинство российских еврооблигаций продемонстрировали положительную динамику, что связано с сохраняющимся значительным притоком средств на рынок облигаций стран с развивающейся экономикой. По данным Emerging Portfolio Fund Research, за неделю 2-8 февраля приток средств на этот рынок составил \$851.9 млн., что является рекордно высоким показателем.



Недавно Fitch повысило рейтинг Северстали до (BB-), а затем S&P изменило прогноз рейтинга компании на «позитивный» на фоне объявленных планов консолидации горнорудных активов. Таким образом, на наш взгляд у бумаг Северстали с погашением в 2014 году имеется некоторый потенциал снижения доходности, который мы оцениваем на уровне 20-30 базисных пунктов. В случае реализации этого сценария вслед за Северсталью двинутся и облигации Евразхолдинга 09. Кроме того, перспективно выглядят облигации Промсвязьбанка 06 (7.6%) и ХКФ Банка 08 (8.3%) имеющие наибольшую доходность среди всех банковских выпусков, которые в последнее время пользуются у участников рынка повышенным спросом. Также мы рекомендуем обратить внимание на облигации АФК Система, дочерняя компания которой Комстар-ОТС недавно удачно провела IPO на Лондонской бирже. Компании Владимира Евтушенкова активно занимается развитием услуг в области широкополосного доступа, которые имеют значительный потенциал роста. Кроме того, компания объявила о начале работы над повышением узнаваемости брэнда, для чего в названия дочерних компаний будет введен общий элемент. В перспективе это позволит увеличить долю рынка. Потенциал снижения доходности АФК Система 11 – 20-30 базисных пунктов.

Рынок рублевого долга

В данный момент котировки рублевых облигаций находятся под давлением базовых активов. Начавшийся было в начале января рост, на фоне резкого укрепления курса рубля по отношению к доллару вскоре сменился снижением котировок под давлением роста доходностей UST и усиления ожиданий новых повышений ставки. Валютный рынок в конце января уже не оказывал поддержку рынку, следуя за динамикой FOREX, курс доллара не смог надолго закрепиться ниже отметки 28 руб., начав отыгрывать утраченные в начале месяца позиции. Кроме того, активизировались эмитенты на вторичном рынке. В последнюю неделю января объем предложения новых корпоративных выпусков составил 15.5 млрд. рублей.

Совокупность этих факторов привела к активизации продаж в рублевых бумагах в конце января. В то же время, необходимо отметить, что снижение котировок было более умеренным, нежели рост в начале года, и происходило на фоне общего снижения рыночной активности. Спрос сохранялся во втором и третьем эшелонах рынка, в том числе, в начавших вторичное обращение выпусках, разместившихся в конце прошлого года.

Дальнейшая динамика рынка рублевого долга будет в большей степени зависеть от ситуации на валютном рынке и динамики базовых активов. Рынок базовых активов продолжит оказывать на котировки рублевых облигаций негативное воздействие, но это будет ощущаться в основном в бумагах первого эшелона. Дальнейшее повышение ставки приведет к укреплению доллара на FOREX, так как дифференциал в ставках между США и Европой сохранится на существующем уровне, а может быть, даже увеличится, если ЕЦБ не будет готов к ужесточению монетарной политики.

Основные надежды держателей рублевых облигаций сейчас направлены на внутренний валютный рынок. Инвесторы ожидают, что в этом году ЦБ РФ позволит рублю укрепиться по отношению к доллару, даже не смотря на динамику FOREX. В январе инфляция составила 2.4%, что составляет более четверти от годового плана. Таким образом, весьма вероятно, что ЦБ укрепит рубль для сдерживания инфляции.

Массированные продажи валюты 8 февраля, скорее всего, были вызваны ожиданиями действий со стороны ЦБ по укреплению национальной валюты. ЦБ пришлось купить \$6 млрд., однако курс мало изменился по итогам торгов. Это и понятно. Одной из основных функций ЦБ является поддержание стабильности национальной валюты, а действия по ее укреплению могут быть растянуты во времени и строго дозированы. С нашей точки зрения более показательны действия ЦБ в понедельник 13 февраля. В начале дня курс доллара вырос до 6-недельного пика к евро на ожиданиях дальнейшего повышения ставки, но по отношению к рублю курс доллара снизился по результатам ЕТС в связи со снижением уровня поддержки американской валюты со стороны Центробанка. В итоге курс рубля по отношению к бивалютной корзине ЦБР вырос до 30.39 рубля с 30.47 рубля в предыдущий торговый день.

Ситуация с рублевой ликвидностью, пока не вызывает опасений. После массированных продаж валюты ЦБ остатки на корсчетах и депозиты банков в ЦБ выросли на 146 млрд. рублей и по состоянию на вторник 14 февраля продолжают увеличиваться (517.9 млрд. рублей). Таким образом, довольно большой объем первичных размещений запланированных на конец февраля будет встречен адекватным спросом и не окажет значительного негативного воздействия на котировки бумаг, обращающихся на вторичном рынке.

Подводя итоги, всему сказанному о рынке рублевых облигаций мы рекомендуем инвесторам сосредоточиться на выпусках второго эшелона со средней дюрацией, такие как: Мидленд Кэпитал Менеджмент, Инпром 2, ЮТК-1, ЮТК-2, Татэнерго 1, Матрица

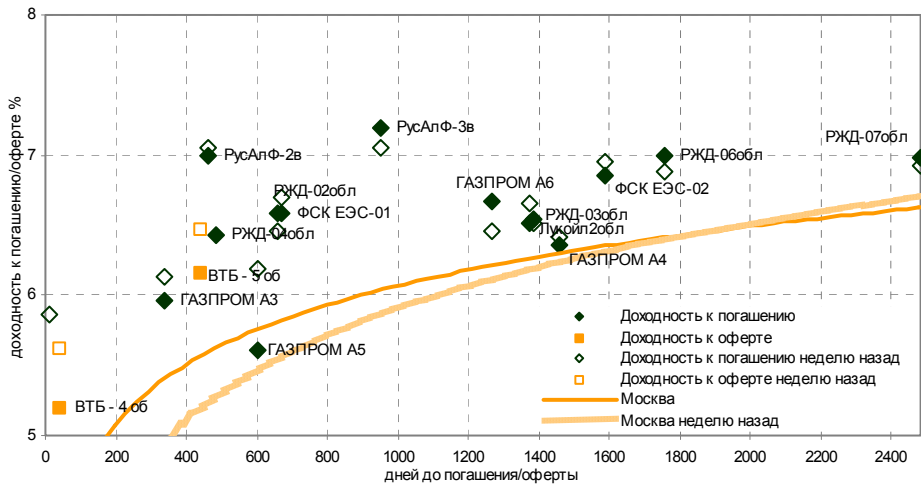
Финанс 1, Марта Финанс1 , Магнит Финанс 1, Марийский НПЗ, Нитол 01, Русснефть 1, Миракс 01, Нижнее Ленское Инвест 2. (см. приложения)

В субфедеральном секторе наиболее перспективно выглядят облигации 5-го выпуска Новосибирской области, 4-го и 5-го выпуска Ярославской области, 1-го и 2-го выпуска Волгоградской области, 2-го и 3-го выпуска Белгородской области. Эти регионы продемонстрировали значительное снижение долговой нагрузки по итогам 2005 года. Долговая нагрузка бюджета Республики Саха (Якутия) наоборот выросла по итогам года, и это будет оказывать негативное воздействие на котировки ее облигаций.

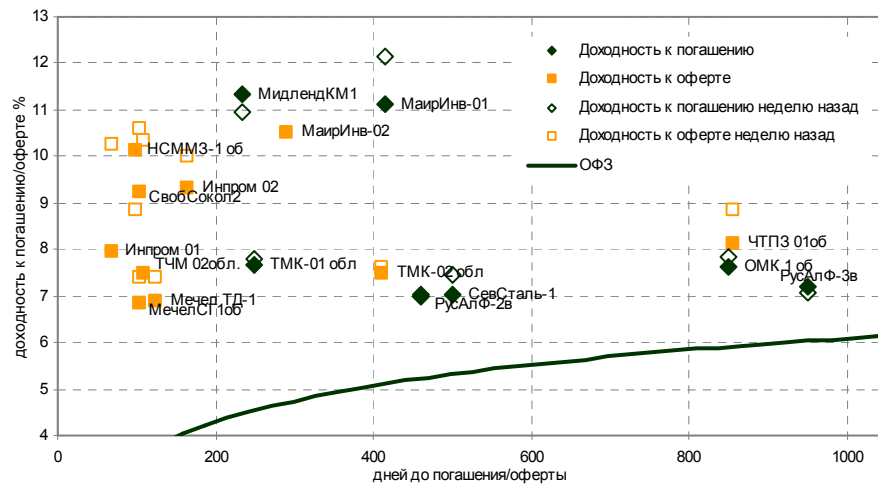
Среди городских бумаг перспективно выглядят облигации 2-го выпуска Казани и 2-го выпуска Уфы, спрэды которых по сравнению с бумагами Башкортостана заметно расширились в последнее время. (см. приложения)

Приложения (Корпоративные облигации)

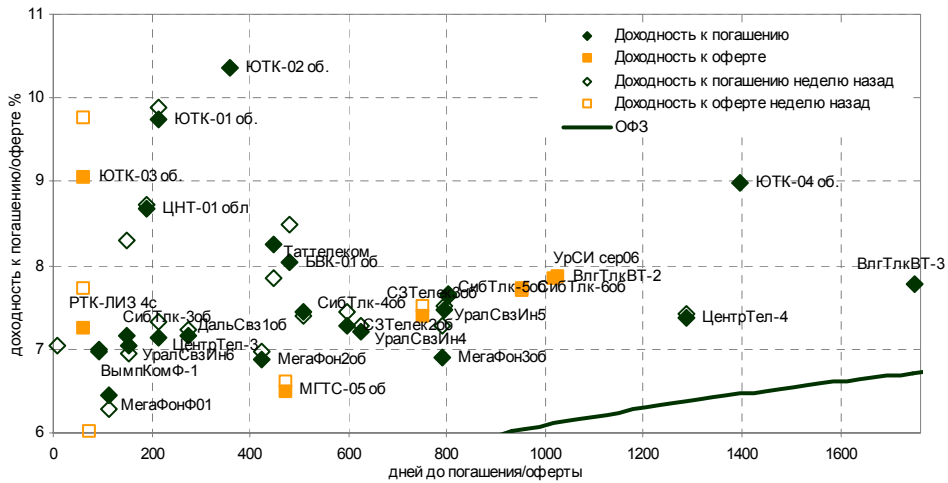
1 эшелон



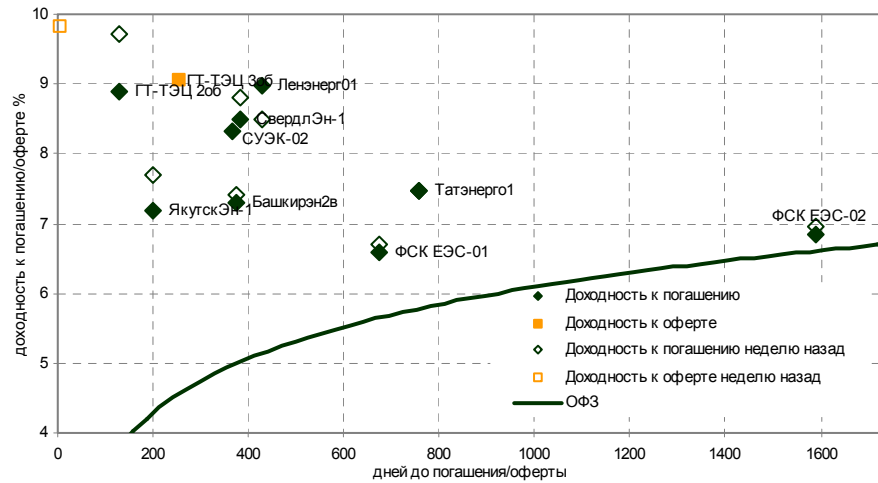
Металлургия



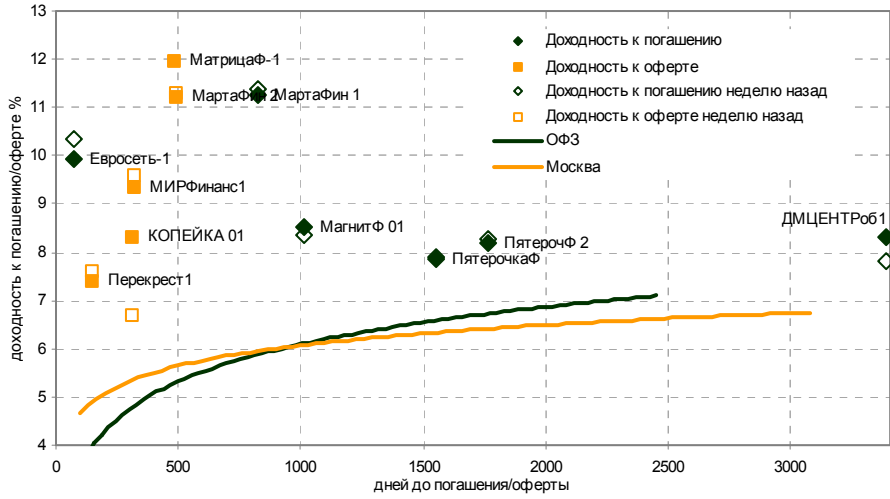
Телекомы



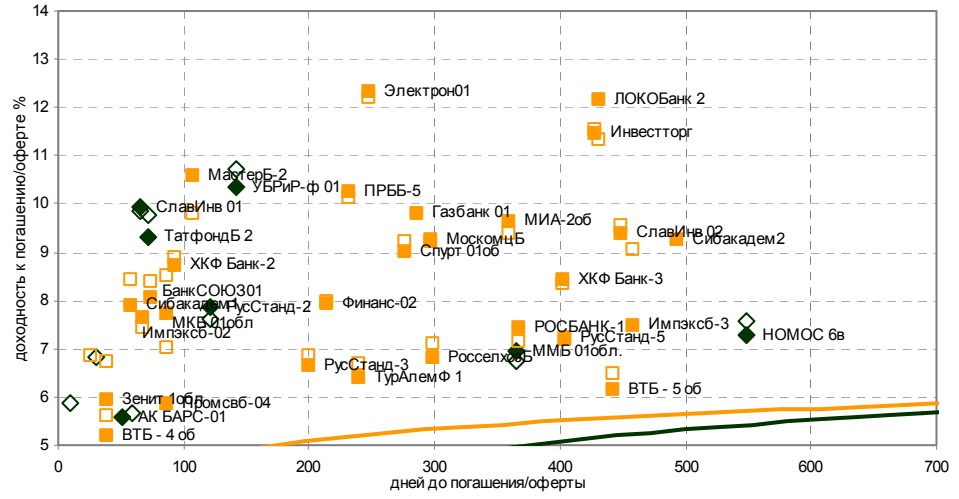
Энергетика



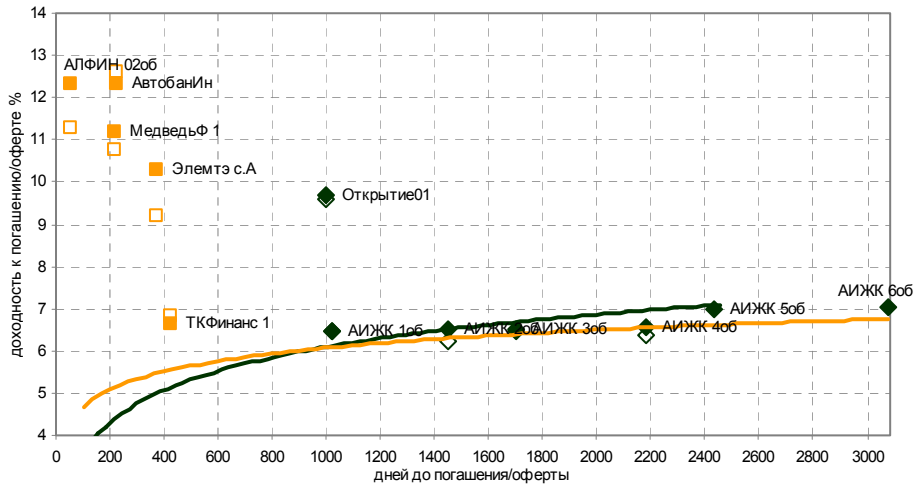
Розница



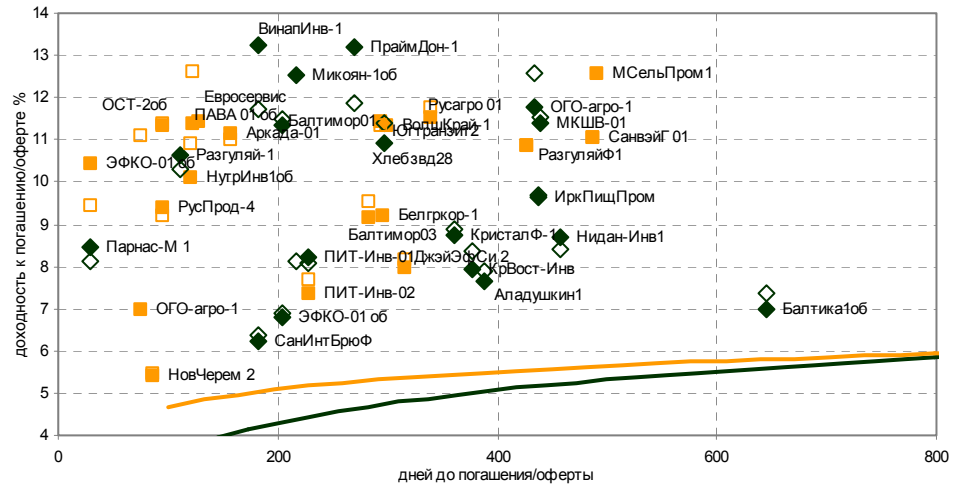
Банковская



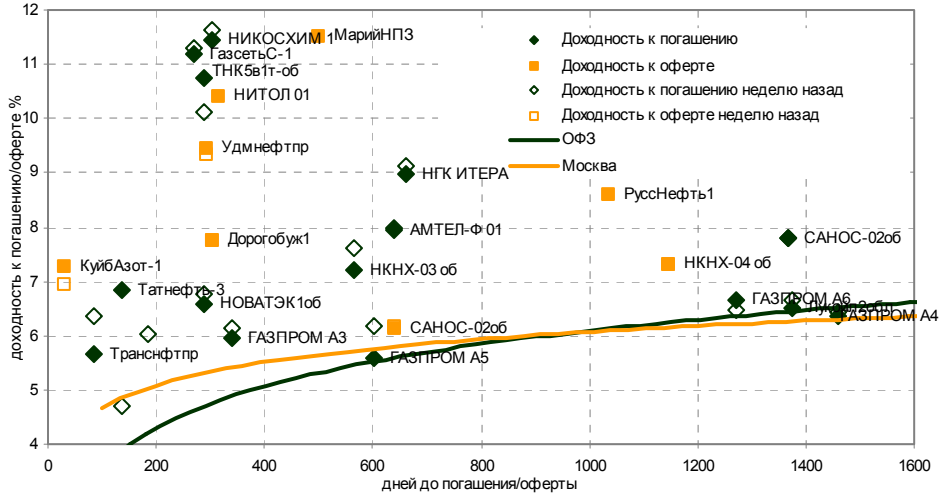
Финансовая и инвестиционная



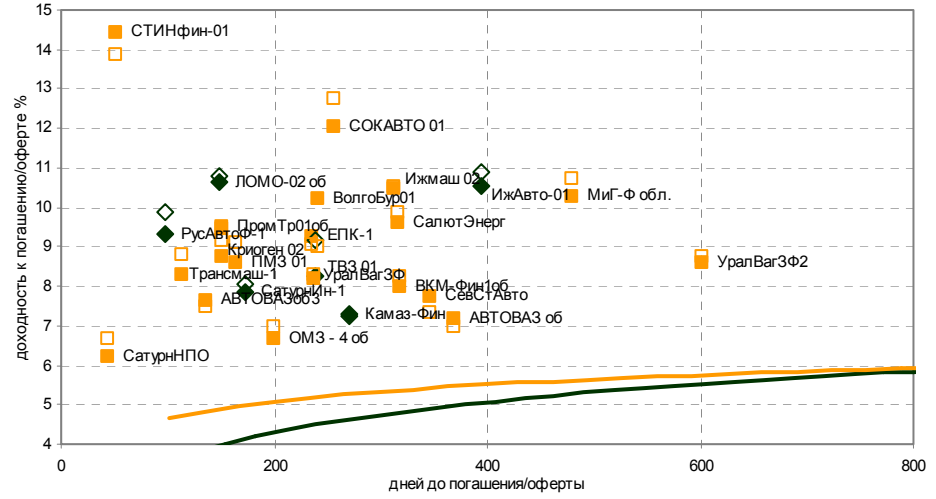
Пищевая



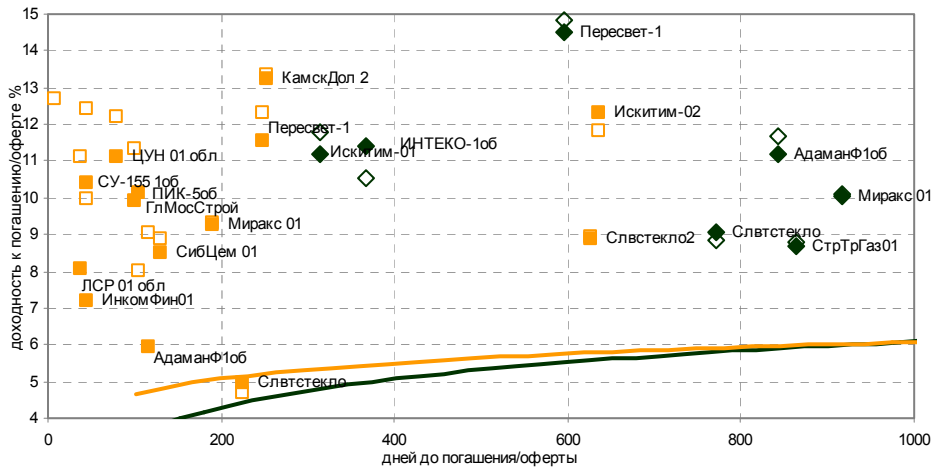
Нефтегазовая, нефтехимическая и химическая



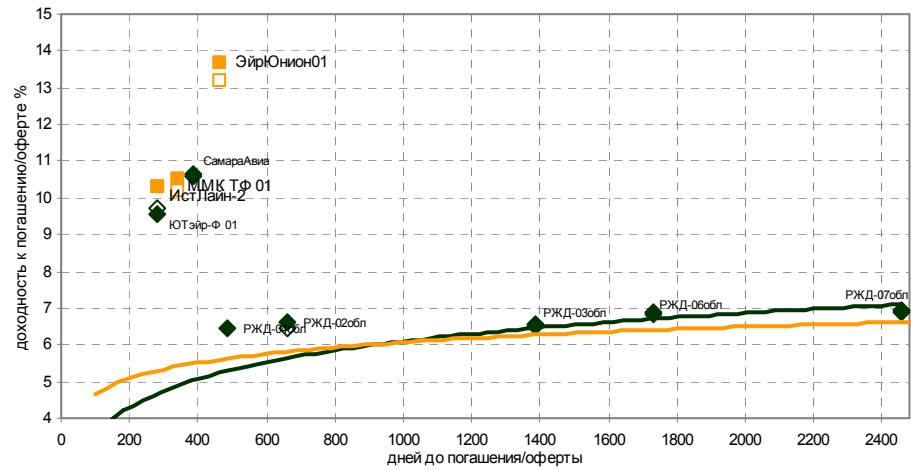
Машиностроение



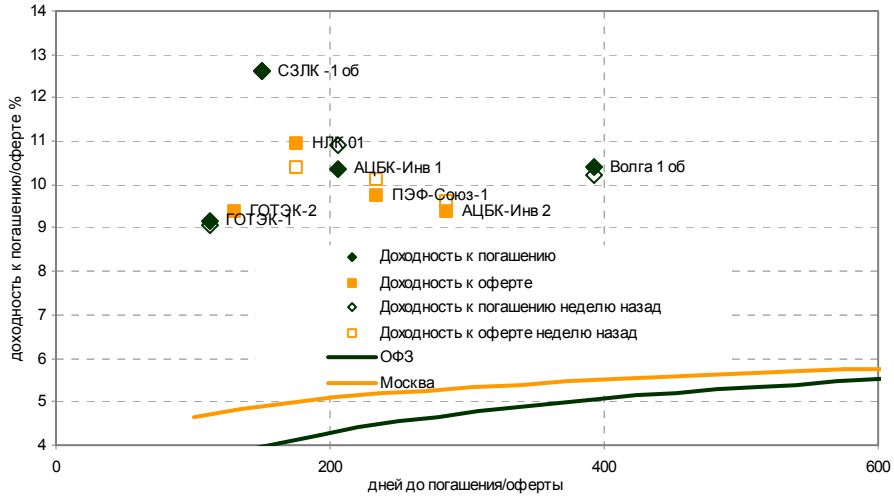
Строительство



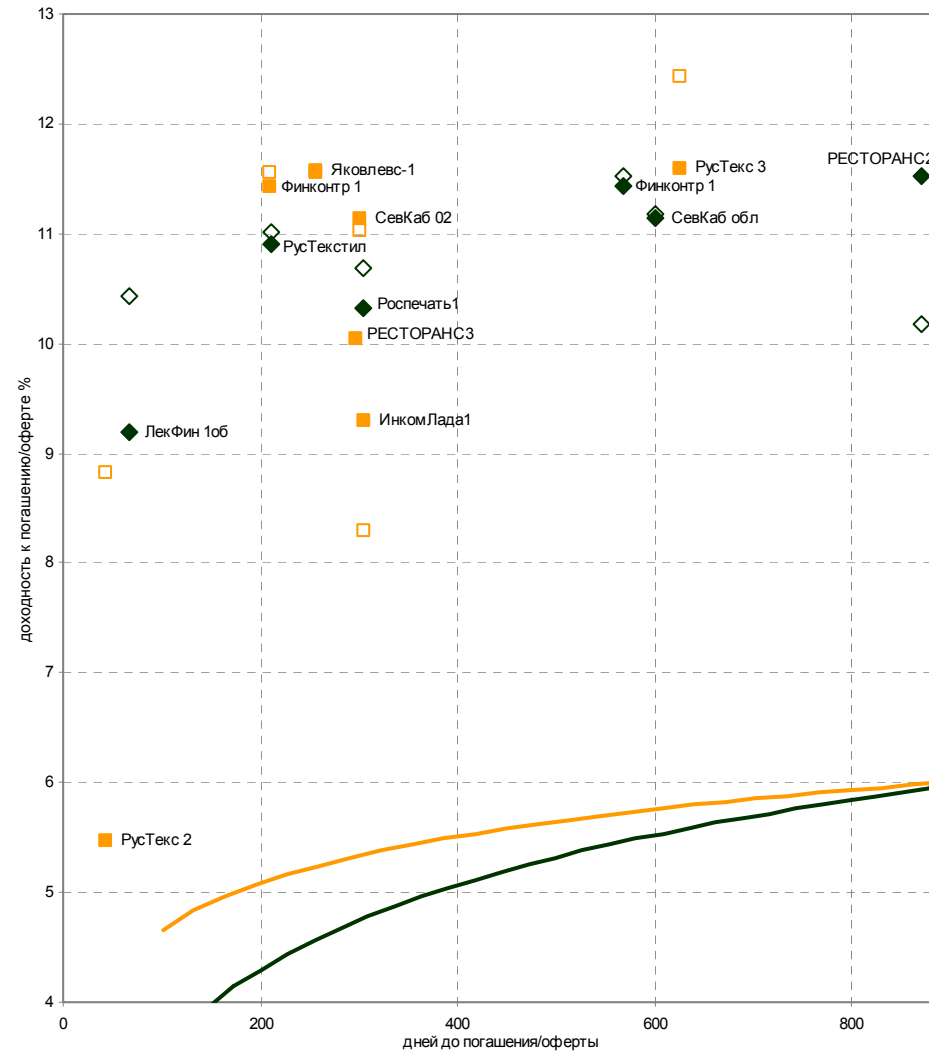
Транспорт



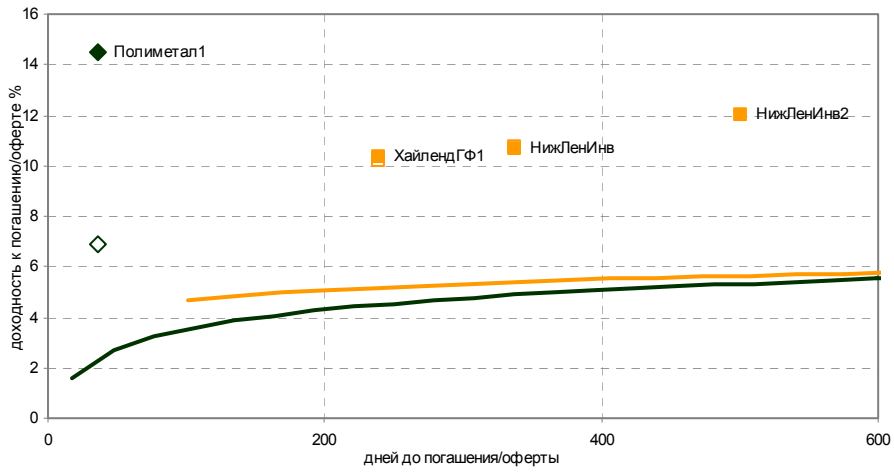
Бумага и лес



Другие

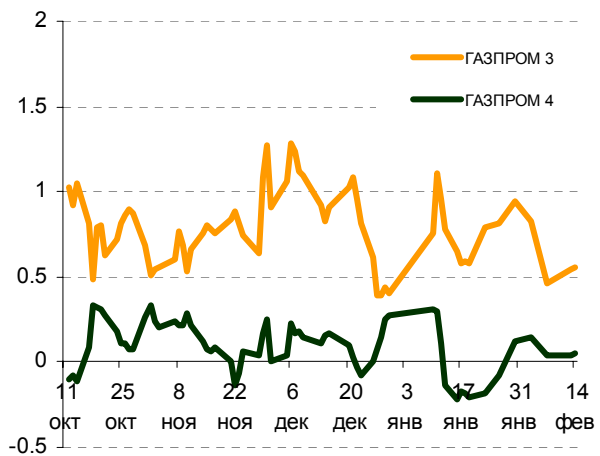


Добывающая

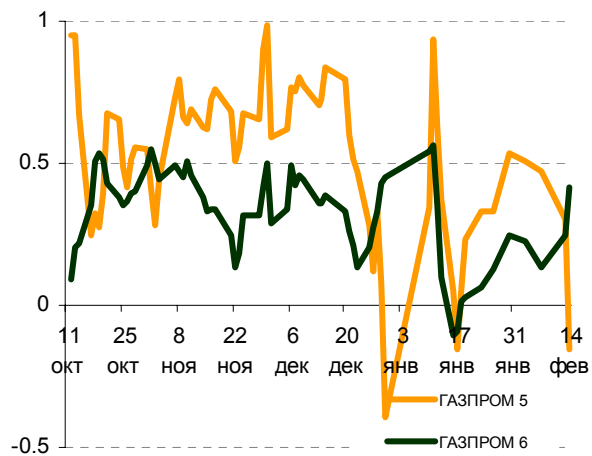


Динамика спредов корпоративных облигаций 1-го эшелона к кривой Московских бумаг

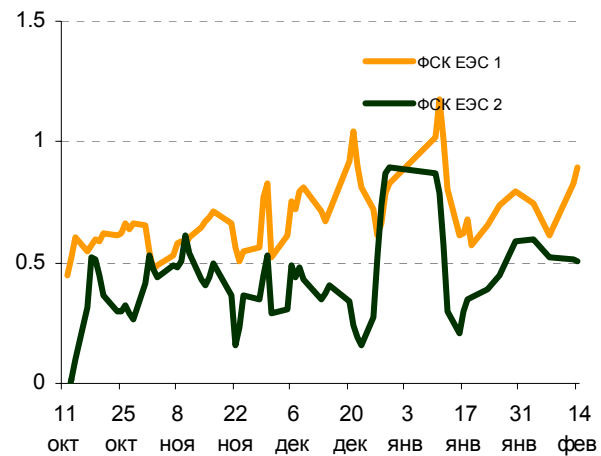
спрэды облигаций ГАЗПРОМА к Москве



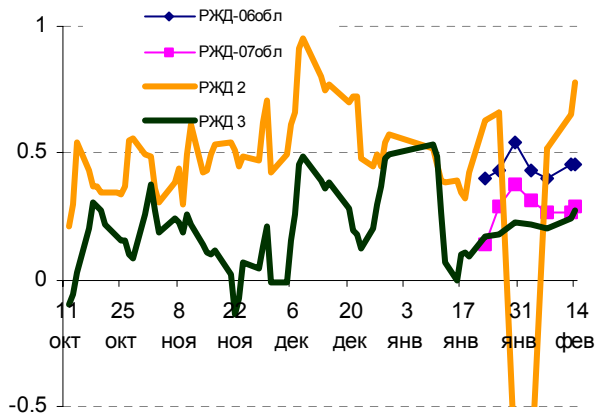
спрэды облигаций ГАЗПРОМА к Москве



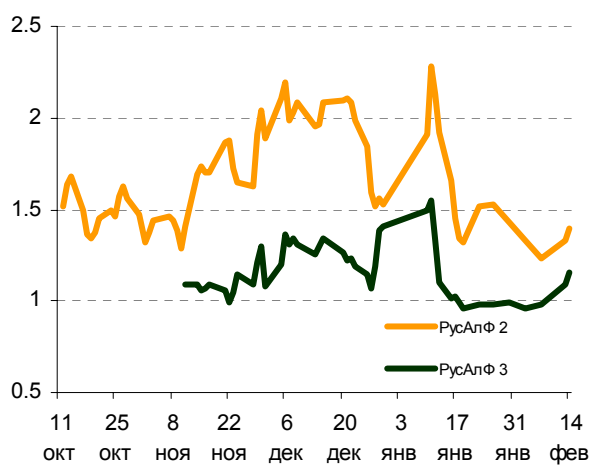
спрэды облигаций ФСК ЕЭС к Москве



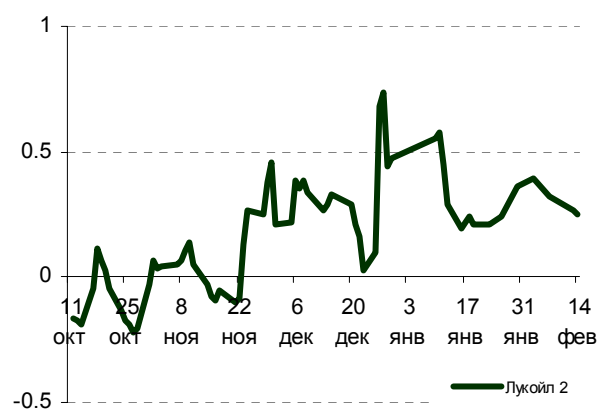
спрэды облигаций РЖД к Москве



спрэды облигаций РусАла к Москве

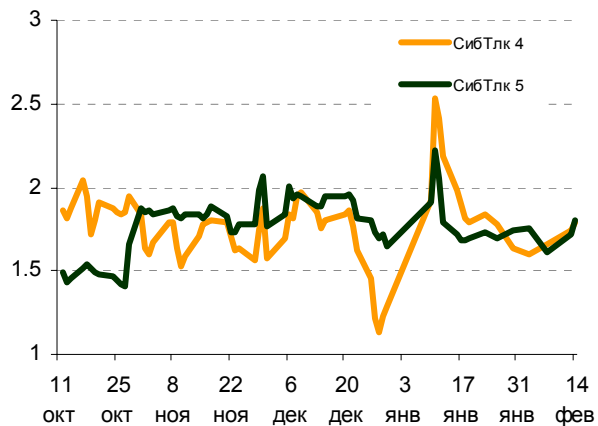


спрэды облигаций Лукойла к Москве

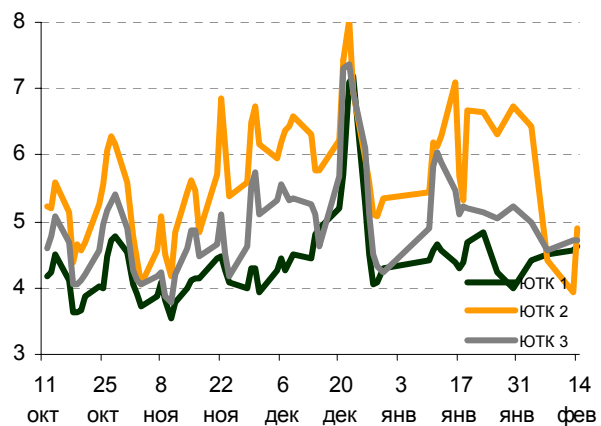


Динамика спрэдов корпоративных облигаций 2-го эшелона к кривой Московских бумаг

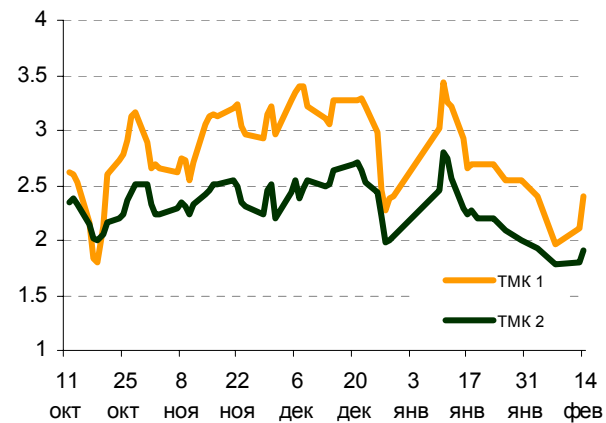
спрэды облигаций Сибирьтелекома к
Москве



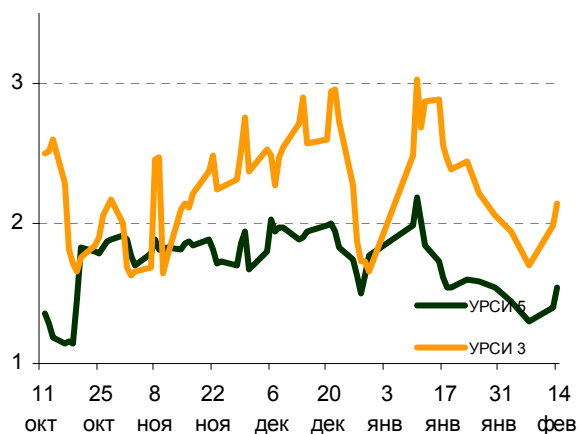
спрэды облигаций ЮТК к Москве



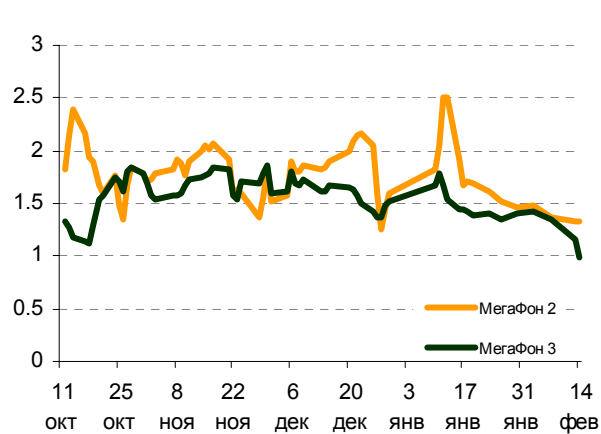
спрэды облигаций ТМК к Москве



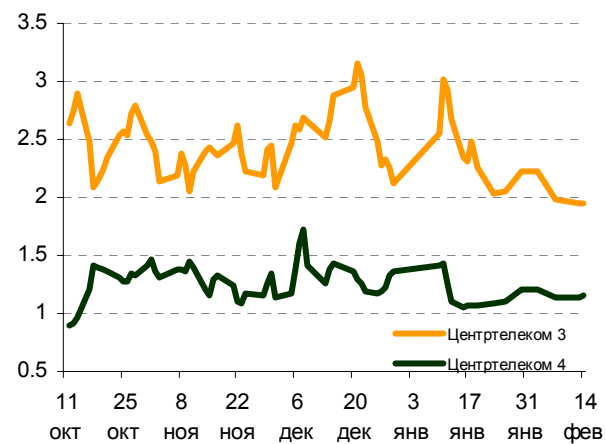
спрэды облигаций УРСИ к Москве



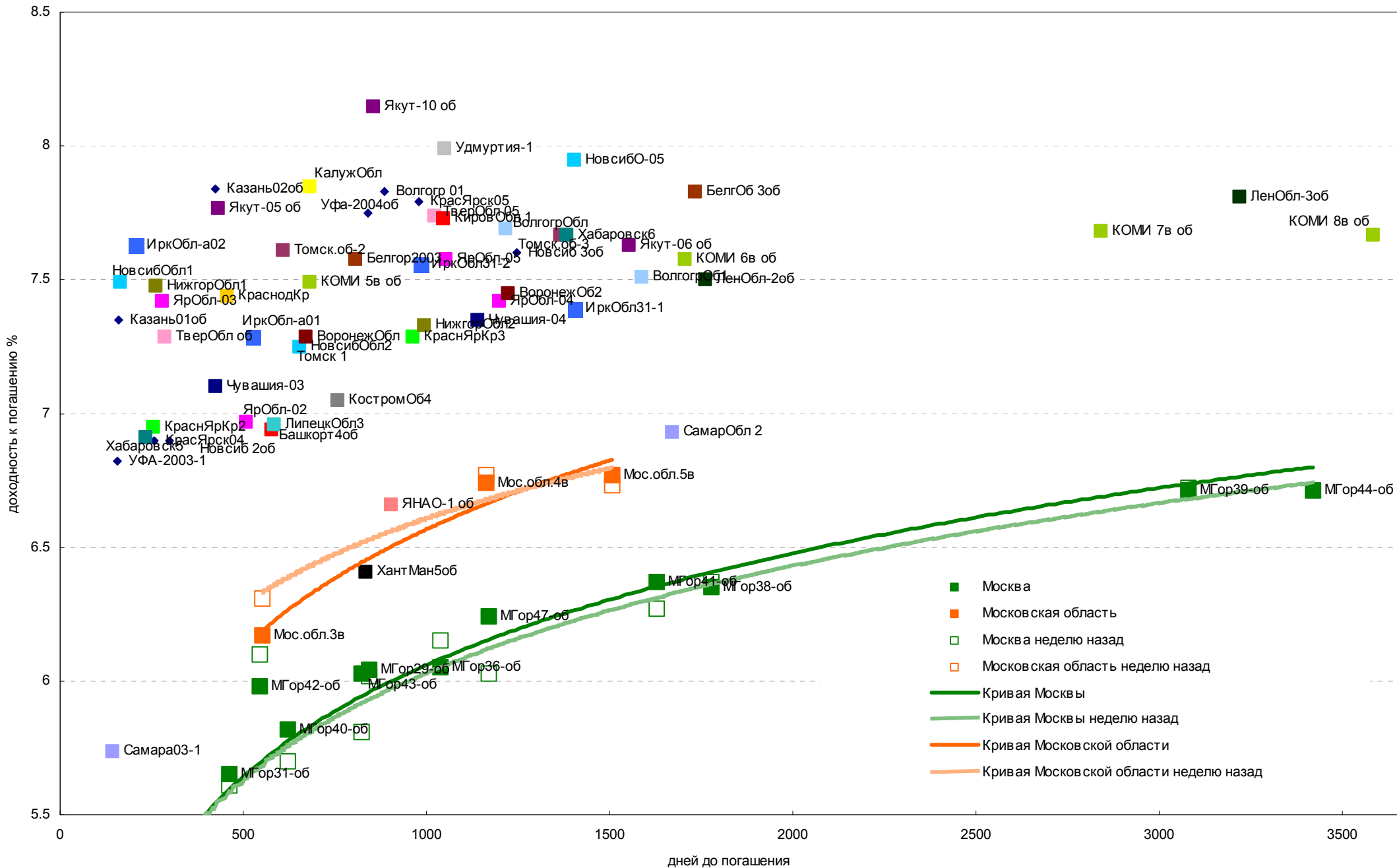
спрэды облигаций МегаФона к Москве

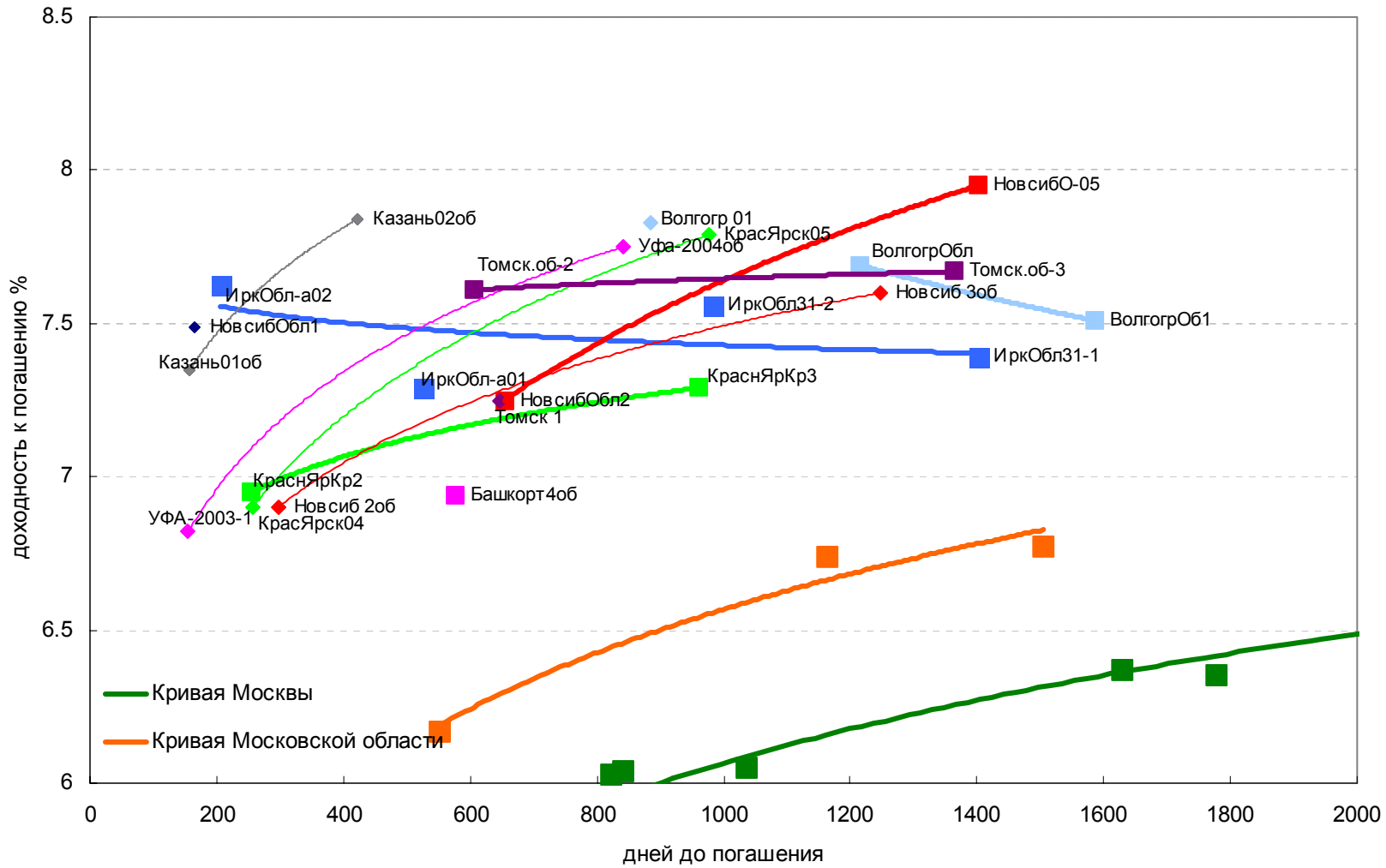


спрэды облигаций Центртелекома к
Москве



Субфедеральные облигации





Заместитель генерального директора по операциям с ценными бумагами Губанов Сергей Викторович	gsv@interfintrade.ru
Начальник отдела Рынок акций, стратегия Логвин Алексей	lav@interfintrade.ru
Нефть, газ Зейналов Ариф	zaa@interfintrade.ru
Рынок облигаций Бездетнов Павел	bpn@interfintrade.ru
Металлургия Кривохижин Сергей	ksy@interfintrade.ru
Рынок акций Елисеева Ксения	eka@interfintrade.ru

Обзор, подготовленный аналитической службой Интерфин трейд, предназначен для Вашего персонального использования. Данные и информация для обзора взяты из открытых источников, признаваемых нами надежными. Несмотря на то, что при составлении обзора главной задачей аналитиков компании была его объективность и информативность, тем не менее, мы не ручаемся за абсолютную надежность представленных выводов. Выдаваемые рекомендации следует рассматривать как вероятные варианты динамики финансовых инструментов. Мы не гарантируем их надежность и не несем ответственности за финансовые последствия в случае следования нашим рекомендациям. Содержание обзора отражает мнение каждого из аналитиков и может не совпадать с мнением и позицией компании в целом. Надеемся, наша работа окажется полезной для Вас.