



РЫНОК ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ

ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР

26.10.2005 – 01.11.2005

В обзоре:

ОСНОВНЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА 2

МИРОВОЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК 2

US TREASURIES 2

EMERGING MARKETS 5

РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ 8

СУВЕРЕННЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ 8

КОРПОРАТИВНЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ 10

РОССИЙСКИЕ РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ 12

ГКО-ОФЗ-ОБР 12

СУБФЕДЕРАЛЬНЫЕ И МУНИЦИПАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ 13

КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ 13

ПРОШЕДШИЕ РАЗМЕЩЕНИЯ 15

ПРЕДСТОЯЩИЕ РАЗМЕЩЕНИЯ 15

Основные события:

- Базовая ставка ФРС поднята на 0.25% до уровня 4% годовых 1 ноября
- Доходность по десятилетним treasuries достигла рекордной отметки с марта этого года: 4.58%
- Бернаке, известный как ярый борец с инфляцией, назначен Бушем приемником Гринспена на посту главы ФРС
- Рост ВВП США в третьем квартале составил 3.8%, против прогнозов аналитиков рост на 3.6%
- Удачная продажа «Криворожстали» освобождает Украину от выхода на долговой рынок в следующем году
- России повышен рейтинг агентством Moody's до инвестиционного
- Рейтинги Сбербанка и ВТБ повышены на две ступени и превысили суверенный рейтинг России
- Лидеры рублевого рынка: долг Кабардино-Балкарской Республики RU34001KBR0 (+1,74%) и «ПИТ-2» (+0,6%)



Инвестиционно-финансовая корпорация «АЛЕМАР»
117218, г. Москва,
ул. Кржижановского, 21/33
тел. 411-66-55

Основные индикаторы рынка

курсы ЦБ РФ	на	курс	+-
USD	02.11	28.581	0.078
EURO	02.11	34.2743	-0.1203

индикатор	значение	изм.%	время
SPI	1 202,70	-0.36	01.11 23:59
DJI	10 406,77	-0.32	02.11 00:03
NQE	2 114,05	-0.29	02.11 00:59
NKS	13 841,94	-0.19	02.11 08:54
DAX30	4 922,55	-0.13	01.11 19:45
FTO	5 344,30	0.51	01.11 19:35

индикатор	значение	изм.%	время
RTSI	945.59	0.37	02.11 10:44
RTX	1 434,44	0.43	01.11 18:45
MCXINDCF	852	0.9	02.11 10:45
RCBI	102.3	0.14	02.11 10:30



Мировой долговой рынок

US treasuries

Ситуация на мировом долговом рынке на прошлой неделе во многом определялась ожиданиями относительно предстоящего заседания Комиссии по открытым рынкам (FOMC) 1 ноября, на котором, как ожидается, базовая ставка ФРС будет поднята еще на 0.25% до 4%. Большинство аналитиков сходится во мнении, что на последующем декабрьском заседании ставка будет доведена до 4.25%, однако ее дальнейшие уровни остаются неопределенными. Рекордные значения инфляции, показанные в сентябре, и вероятность повышения процентной ставки в Европе говорят в пользу того, что ФРС не остановится на достигнутом в следующем году, продолжив агрессивную денежную политику до лета 2006 г., что делает возможным достижение базовой ставкой значения 4.75-5%.

Уверенность рынка в долгосрочном характере тенденции к росту доходности базовых активов сохраняется, что, в частности, отражается в продолжавшемся на прошедшей неделе росте доходности американских казначейских бумаг. Так, ставка по десятилетним treasuries смогла преодолеть отметку в 4.50% годовых, а в среду даже достигла значения 4.58%. Однако, последующее снижение инфляционных опасений наряду с неблагоприятными экономическими данными заставили доходности госдолга США слегка отступить к уровням 4.55-4.57% годовых.

В целом, данные прошедшей недели носили смешанный характер. Начало недели характеризовалось позитивным настроем инвесторов в отношении предстоящей в пятницу публикации данных по темпам экономического роста в США, а также возросшей уверенности в том, что текущая линия в денежной политике сохранится с предстоящим приходом на пост главы ФРС Бена Бернанке, назначенного на этот пост президентом США Джорджем Бушем. Несмотря на то, что Бернанке в



Инвестиционно-финансовая корпорация «АЛЕМАР»
117218, г. Москва,
ул. Кржижановского, 21/33
тел. 411-66-55

большой степени склонен к прозрачной политике ФРС и считает более эффективной мерой для борьбы с инфляционным давлением указание конкретных значений «нейтральной» базовой ставки, в целом, он придерживается взглядов текущего главы денежного ведомства – Алана Гринспена. Такая позиция ожидаемого приемника Гринспена безусловно укрепила веру инвесторов в то, что ФРС не свернет с выбранного ею курса, оказав тем самым существенную поддержку доходностям treasuries при штурме ключевой отметки в 4.50% годовых.

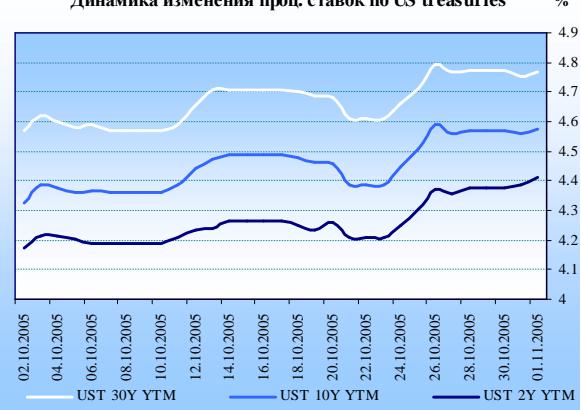
Остальные данные по экономике США, выходившие вплоть до пятницы, не оправдали надежд инвесторов, показав ухудшение делового климата и экономической ситуации в США. Вышедший во вторник индекс доверия потребителей к экономике США, рассчитываемый исследовательской организацией Conference Board, упал до 85 пунктов, в то время как аналитики ожидали рост до 88 пунктов. Основной причиной снижения индикатора до минимального за два года уровня эксперты называют высокие цены на энергоносители и последствия двух разрушительных ураганов. Кроме того, эксперты прогнозируют, что рост цен на бензин приведет к сокращению расходов потребителей во время предстоящих праздников, что также негативно отразится на состоянии экономики.

Статистика по заказам на товары длительного пользования в США также оказалась неутешительной: снижение показателя превысило средний прогноз экспертов и составило 2,1% вместо ожидаемых 1,5%.

Однако, негативный настрой в отношении экономики был полностью перечеркнут вышедшими в пятницу данными по темпам экономического роста в США, согласно которым рост ВВП в третьем квартале составил 3.8% вместо, как казалось аналитикам, оптимистичных 3.6%. Сильные данные по ВВП США сняли большинство сомнений относительно стабильности экономического роста страны. Напомним, что во втором квартале ВВП увеличился на 3.3%, таким образом, текущий показатель ВВП демонстрирует увеличение темпов роста американской экономики, что позволяет ФРС продолжить агрессивную денежную политику. Несколько разочаровывающими оказались данные по потребительскому доверию Мичиганского университета, однако, они не смогли остановить усилившуюся продажи us treasuries.

Определяющим на этой неделе станет заседание FOMC, а именно комментарии денежных властей относительно повышения базовой ставки. Рынок не сомневается в том, что ставка будет повышена, однако, крайне интригующей остается позиция ФРС в отношении нейтральных уровней ставки для экономики США. В случае если ФРС усилит сделанный ранее акцент на опасности инфляции и перестанет воспринимать ее как временную угрозу, рынок получит сигнал к дальнейшей продаже treasuries. В целом же, долгосрочная тенденция к росту доходностей по treasuries сохраняется, и при поддержке достаточно резких высказываний в отношении инфляции и

Динамика изменения проц. ставок по US treasuries



продолжения агрессивной денежной политики со стороны представителей ФРС уровня 4.75-5% по десятилетним казначейским обязательствам США в первом квартале 2006 г. не кажутся столь уж амбициозными.

В понедельник котировки US Treasuries снижались в ожидании отчетов о темпах экономического роста в США в прошедшем квартале. Рынок был настроен на то, что запланированные на пятницу публикации подтвердят ожидания аналитиков относительно того, что ураганы "Катрина" и "Рита" не нанесли существенного ущерба экономике страны, тем самым сохранив возможность дальнейшего повышения процентной ставки ФРС. Из-за вероятности увеличения размера ставки на каждом из двух оставшихся заседаний ФРС, рынок казначейских обязательств приближается к худшим показателям с 1999 года.

Во вторник доходности по US treasuries слегка отступили от достигнутых ранее уровней после публикации индекса доверия потребителей Conference Board. Позднее новости о назначении на пост главы ФРС Бена Бернанке, который известен как непримиримый борец с инфляцией, способствовали возобновлению роста доходностей treasuries. В результате, ставки по десятилетним казначейским обязательствам к концу дня выросли до уровня 4.50% годовых.

Также во вторник состоялся аукцион по продаже новых пятилетних обязательств с переменной доходностью, зависящей от текущего уровня инфляции (Treasury inflation-protected securities, TIPS). Спрос на бумаги оказался ниже ожиданий, что прогнозирует дальнейшее падение доходностей treasuries. Переподписка составила 1.65 раз (на последнем апрельском размещении – 1.88 раз). Это был не новый выпуск, а доразмещение, которое обычно привлекает менее активный спрос, тем не менее, медведи использовали этот повод, чтобы продавить рынок вниз, несмотря на снижение индекса потребительского доверия Conference Board в октябре.

В среду доходность десятилетних treasuries достигла максимальной отметки с марта этого года (4.58%) на фоне ожиданий того, что Федеральная резервная система (ФРС) США продолжит повышать базовую процентную ставку до конца года. Доходность двухлетних нот казначейства взлетела 26 октября до рекордного значения за четыре года, что связано с массовыми продажами бондов и ожиданиями дальнейшего падения котировок в связи с проводимой ФРС денежной политикой.

В четверг после оказавшихся ниже прогнозов данных по заказам на товары длительного пользования в США в сентябре котировки казначейских бумаг стали расти, однако, в целом, движение treasuries было обусловлено технической картиной, после того как доходности по индикативным десятилетним обязательствам подошли к отметке 4.60% годовых. В результате, доходность по этим бумагам снизилась до 4,55% годовых.

В пятницу превысившие прогнозы данные по ВВП США в третьем квартале добавили уверенности рынку в том,



что американская экономика наращивает темпы производства, а агрессивная политика ФРС не наносит ей какого-либо существенно вреда, а следовательно, рост ставок возможен и в следующем году. Продажи казначейских облигаций на этом фоне усилились, что способствовало восстановлению доходности treasuries до уровня 4,77% годовых.

Начало текущей недели охарактеризовалось продолжением роста доходности десятилетних казначейских обязательств, который был подкреплен опубликованным показателем расходов населения США. В сентябре он увеличился на 0,5% после уменьшения в августе на те же 0,5%. Это повысило опасения относительно роста инфляции, который может привести к продолжению повышения ставки ФРС.

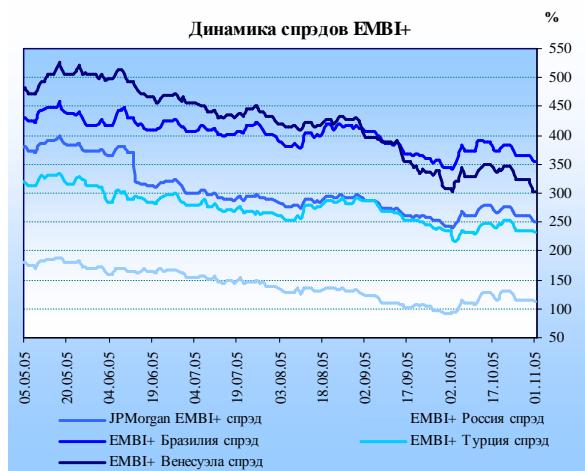
Emerging markets

Ожидания очередного заседания FOMC и спекуляции в отношении предельных значений ставки ФРС стали ключевым фактором, который верховодил динамикой мирового долгового рынка. В целом, неопределенная ситуация на emerging markets сохранилась: после массовых продаж и фиксации прибыли в середине октября интерес к выпускам облигаций ряда стран стал восстанавливаться. Вместе с тем, определяющей оставалась глобальная тенденция инвесторов к risk aversion, поэтому наибольшим спросом пользовались долги стран инвестиционного рейтинга: России, Бразилии и Китая.

Что касается дальнейших перспектив этого сегмента долгового рынка, то они – туманы. Основным драйвером роста котировок может стать долгосрочная тенденция к увеличению доходности по базовым активам, в таком случае emerging markets будут служить временными пристанищем для средств, выведенных с американского долгового рынка. Однако, в случае, если фондовый рынок США продемонстрирует существенный рост, этот капитал будет инвестироваться в американскую экономику, что неблагоприятным образом отразится на emerging markets. Второй сценарий в данном случае выглядит предпочтительней, и поэтому текущий подъем emerging markets, скорее всего, окажется временным, и к концу года стоит ожидать фиксации прибыли и оттока средств из рискового сегмента.

Тем не менее, тот факт, что кредитное качество долговых обязательств emerging markets существенно улучшилось в прошлом квартале, меняет саму суть понятия рискового сегмента, так что сейчас вложения в развивающиеся рынки можно охарактеризовать как «высокодоходные», нежели «рисковые». В целом, сейчас для инвесторов главным остается вопрос относительно того уровня доходности treasuries, после которого инвесторы начнут уходить с emerging markets.

В понедельник в ходе европейских торгов лучше рынка торговались еврооблигации Украины, после того как правительство страны продало «Криворожсталь» за \$4,8 млрд., что оказалось на 60% больше ожиданий. Это



исключает потребность в новых выпусках в 2006 году, что оказывает поддержку обращающимся бумагам.

Некоторая неопределенность возникла в отношении приватизации турецкой Turk Telecom, что оказывает сдерживающее влияние на турецкие бумаги.

С приходом американской ликвидности на рынок начались покупки подешевевших еврооблигаций emerging markets, что на фоне роста доходности treasuries привело к сокращению рисковой премии EMBI+ на 7 б.п. до 270 б.п.

В Латинской Америке очагами оптимизма стали аргентинские и колумбийские еврооблигации. Победа аргентинского президента Киршнера на среднесрочных парламентских выборах позволит ему вернуться к процессу реформ, в том числе, угодных МВФ и иностранным инвесторам. В итоге, аргентинский бонд 2031 года прибавил более фигуры.

В Колумбии МВФ завершил первый пересмотр кредитной программы на \$583 млн., перечислив \$61 млн., что вместе с недавним одобрением на переизбрание президента делает внешние долги страны привлекательными для покупки.

Во вторник, несмотря на снижение базовых активов на торгах в понедельник, наблюдались активные покупки подешевевших долгов emerging markets, что привело к сокращению рисковой премии EMBI+ сразу на 10 б.п. до 260 б.п. В основу этого подъема лег целый ряд позитивных страновых событий. В том числе, стало известно, что МВФ одобрил пересмотр кредитной программы Турции, таким образом, до конца года страна может получить \$1.6 млрд.

В Латинской Америке хорошим спросом пользовались еврооблигации Колумбии, Перу и Аргентины. Доходные колумбийские активы покупают на фоне позитивных отзывов МВФ и возможности переизбрания президента Толедо на второй срок. Долги Перу подорожали за счет роста цен на металлы и планов SAB Miller по покупке оставшихся акций крупнейшего национального изготавителя пива Backus. Аргентина также решила не упускать хорошего шанса для привлечения средств и, воспользовавшись позитивом от победы президента Киршнера на парламентских выборах, решила выпустить 10-летние Bodens на \$300 млн. В прошлом месяце страна отказалась от размещения, когда аукцион показал, что доходность не укладывается в целевые 8.5%.

Из новостей азиатских стран стоит выделить Южную Корею (A3/A-), которая начала во вторник размещение 2-траншевого выпуска на \$1 млрд., книга заявок уже достигла \$5 млрд. Отказ некоторых азиатских эмитентов от выхода на рынок может усилить ажиотаж вокруг Кореи.

В среду продолжающееся снижение базовых активов спровоцировало небольшое отступление на emerging markets, тем не менее, в относительном выражении спреды продолжили сокращаться, что свидетельствует о сохранении позитивных настроений в сегменте. Новостной фон среды был негативным. В частности, отрицательный вердикт Верховного Суда Турции по



продаже Turk Telecom обозначил серьезное препятствие в выполнении программы приватизации, согласованной с МВФ, а также лишает казну страны дополнительных финансовых ресурсов. Частично это разочарование было сглажено обещанием министра финансов страны о принятии мер по избежанию двойного налогообложения. В Эквадоре могут возникнуть сложности с получением кредита Латиноамериканского Резервного Фонда на \$400 млн. в следующем году, что отбрасывает тень на предстоящее размещение.

В четверг динамика emerging markets по-прежнему определялась внешними факторами. Опасения роста ставок в США повышают волатильность сегмента, а падение фондовых рынков и расследование SEC в отношении учетной практики GM способствовало продажам в рисковых бумагах и расширению рисковой премии EMBI+ на 6 п. до 263 б.п.

Падению подверглись, прежде всего, наиболее ликвидные бумаги, такие как Бразилия, Перу, Колумбия, Венесуэла и Аргентина.

Падение долларовых евробондов Аргентины продолжилось после того, как правительство во вторник разместило еврооблигации на сумму \$632 млн. с доходностью 8,75% годовых и сроком обращения 10 лет. При этом большая часть гособлигаций была куплена государственным банком Banco de la Nacion, что укрепило опасения инвесторов относительно возможностей Аргентины на кредитном рынке, поскольку основной объем инвестиций осуществляется контролируемыми государством банками.

Лучше торговались долги с инвестиционным рейтингом, такие как Мексика, ЮАР, которые сумели воспользоваться снижение доходности UST.

Несмотря на неопределенность, новые эмитенты достаточно успешно разместили свои займы. Дебютный выпуск Вьетнама на \$750 млн. с погашением в 2016 году привлек спрос на \$4.5 млрд., что позволило снизить доходность до 7.125% по сравнению с первоначальным ориентиром 7.25%. Это низкая ставка для эмитента с рейтингом (Ba3/BB-), однако, хорошая доходность для азиатских рынков, особенно учитывая сильные фундаментальные данные страны.

В ближайшие дни, впервые с момента дефолта 1999 года, Эквадор может вывести на рынок свои глобальные бумаги на \$500 млн. Учитывая политическую нестабильность и текущие значения эквадорских еврооблигаций, можно было бы ожидать доходность около 10.0-10.5%, однако, заем, скорее всего, будет носить не совсем рыночный характер, поскольку 60% выпуска должна выкупить Венесуэла.

В пятницу торги в сегменте emerging markets проходили в слабо повышательном тоне, поскольку опасения роста процентных ставок в США пока компенсируются ожиданиями более сильного экономического роста, а подъем на фондовых рынках и стабильная доходность UST вызвали покупки рисковых бумаг, в результате, спред EMBI+ сократился на 5 б.п. до 258 б.п. Лучше торговались высокодоходные кредиты, такие как



Колумбия, Турция, Бразилия. Определенные продажи, несмотря на стабильный рынок UST, наблюдались в мексиканских долгах, поскольку апгрейд РФ и квазисуверенных заемщиков от Moody's снижает привлекательность перекупленных мексиканских бондов, особенно на фоне роста волатильности в преддверии предстоящих президентских выборов в Мексике в 2006 году. Кроме того, отмечена тенденция к увеличению вложений в Украину на фоне удачной приватизации «Криворожстали», которая снижает потребность страны во внешних заимствованиях.

Начало текущей недели было отмечено небольшим подъемом emerging markets Евробонды Аргентины продолжили рост, начавшийся в пятницу на новости, что правительство страны готово к началу переговоров с Международным валютным фондом (МВФ) о заключении нового кредитного Договора. Положительно было воспринято рынком сокращение соотношения бразильского долга к ВВП страны в сентябре впервые за четыре месяца, поскольку укрепление реала привело к уменьшению задолженностей в иностранной валюте. Вместе с тем, увеличение доходности десятилетних евробондов Польши стало в октябре максимальным за два года на фоне попыток двух главных партий страны сформировать коалиционное правительство. Соответственно, снижение стоимости этих бумаг также стало самым значительным за два года.

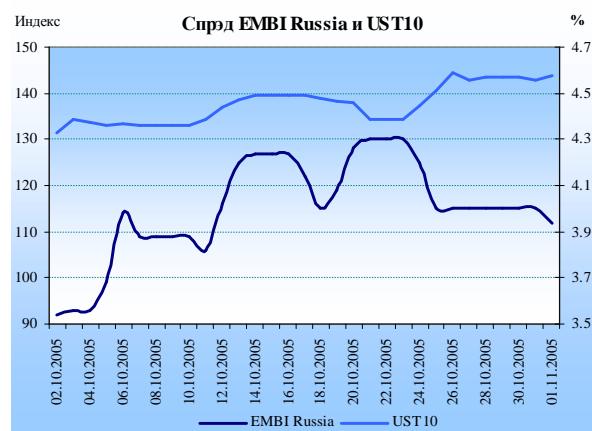
Дальнейшая динамика emerging markets будет определяться во многом экономической ситуацией в США, в случае, если фондовые рынки будут расти, возможен отток капитала из рискового сегмента в американский корпоративный сектор. На этой неделе, скорее всего, тенденция к приобретению активов emerging markets с инвестиционным рейтингом продолжится, поскольку они являются одними из наиболее привлекательных активов для краткосрочного или среднесрочного вложения средств, выведенных из treasuries, однако, ближе к концу года ожидается нисходящее движение emerging markets.

Российские еврооблигации

Суверенные еврооблигации

Ключевым событием для российских еврооблигаций стало повышение Moody's инвестиционного рейтинга России для обязательств, номинированных в иностранной и национальной валюте, с уровня «Baa3» до «Baa2». Несмотря на то что это событие было уже заложено в котировках российского суверенного долга, оно оказало позитивное влияние на рынок на фоне общей неопределенности, царящей на emerging markets.

В целом, динамика российского госдолга повторила динамику развивающихся рынков, где на первый план вышли внешние факторы, среди которых наиболее существенным стал продолжившийся рост доходности базовых активов. Несмотря на то что в понедельник-вторник растущая динамика стоимости суверенных евробондов еще сохранялась, давление негативной



конъюнктуры US Treasuries в середине недели привело к формированию понижательной тенденции на российском рынке.

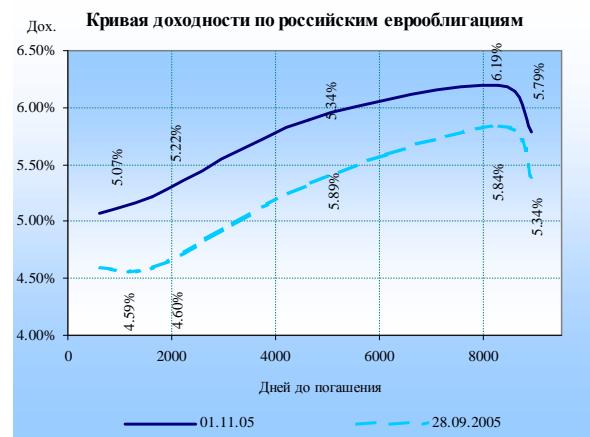
Дополнительным фактором, который может ослабить российские еврооблигации, стал удачный аукцион по продаже "Криворожстали", поскольку вырученные от продажи средства позволяют Украине избежать дополнительных выпусков еврооблигаций в следующем году, в связи с чем обращающиеся выпуски этой страны стали более популярны. В данном контексте замена инвесторами еврооблигаций России на более перспективные украинские бумаги отразится в продажах суворенного долга России. Вместе с тем, позитив в отношении emerging markets в начале недели нейтрализовал данный фактор, позволив бондам России вырасти вместе со всем рынком, однако, он может оказаться более весомым в будущем.

Среди положительных факторов для российского рынка нужно отметить также повышение в четверг, 26 октября, агентством Moody's долгосрочного рейтинга России на одну ступень - с "Baa3" до "Baa2" со стабильным прогнозом. Moody's повысило рейтинг облигаций внутреннего валютного займа (ОВВЗ) 5-го, 6-го и 7-го траншей до "Baa2", рейтинг по банковским депозитам в иностранной валюте тоже до "Baa2", а также рейтинг нот Германии, выпущенных на долг РФ, до "Baa3" с "Ba2". При этом агентство приняло во внимание рост золотовалютных резервов и стабилизационного фонда РФ, улучшение коэффициентов ликвидности и долговой нагрузки, намерения правительства продолжать досрочные погашения внешнего долга и ожидания, что рост государственных расходов будет ограниченным.

В понедельник и вторник положительная динамика цен российских бумаг соответствовала ситуации на других долговых рынках, которые, вопреки падению стоимости базового актива, смогли продемонстрировать позитивную динамику. Прежде всего, это связано с тем, что emerging markets стали своего рода перевалочным пунктом для средств, выводимых из американских казначейских бумаг. В то же время прогнозировать, насколько эти средства задержатся в рисковом секторе рынка, пока невозможно, однако, как уже отмечалось ранее, рост американского фондового рынка и усиление инфляционных опасений могут стать катализаторами вывода капитала с emerging markets. По итогам первых двух торговых дней, котировки по «России-30» поднялись с 111.0625 до 111.625% от номинала.

В среду, после того как доходность по десятилетним обязательствам достигла максимальной отметки с марта этого года (4,58% годовых), спред по доходности между этим выпуском и "Россией-30" сократился до 115 базисных пунктов, несмотря на то что котировки российского суворенного долга стали снижаться.

В конце недели общий рост доходности на долговых рынках в последующие дни вернул значение спреда «России-30» в район 123-125 базисных пунктов. Снижение было в некоторой степени приостановлено выходом сообщения о повышении инвестиционного



рейтинга России и ряда крупных эмитентов. Однако, как уже было отмечено, публикация этой новости не стала неожиданностью для рынка, в результате чего тенденция к снижению котировок возобновилась на рынке. Существенно улучшить ситуацию на рынке могло бы повышение рейтинга более чем на одну ступень, однако, этого не случилось, поэтому цены стали снижаться вслед за US Treasuries.

По итогам недели, цена еврооблигаций РФ с погашением в 2028 году снизилась на 0,1%, в 2030 году - на 0,3%, облигаций внутреннего валютного займа (ОВВЗ) 7-го транша - на 0,16%. Изменение котировок остальных, менее ликвидных бумаг, составило 0,13-0,15% как в сторону роста, так и понижения.

В ближайшие дни негативная динамика суверенного долга России сохранится, поскольку, скорее всего, рынок последует за доходностью американских казначейских облигаций, оснований для снижения которой пока не видно. Общий позитивный новостной фон и позиционирование России, как «тихой гавани» развивающихся рынков среди инвесторов, могут оказать некоторую поддержку российскому суверенному долгу, в результате чего спред к американским бумагам будет иметь тенденцию к сокращению. Котировки «России-30», скорее всего, останутся в диапазоне 110.5-111.5% до конца недели.

Корпоративные еврооблигации

Несмотря на то, что российский суверенный долг рос в начале прошлой недели, корпоративные облигации не смогли его поддержать, и поэтому общая динамика начала недели осталась негативной. В тоже время стоит отметить рост еврооблигаций квазиэмитентов этого сектора, обусловленный повышением рейтинга России и ряда крупных банков агентством Moody's. Причем рейтинг последних был увеличен на две ступени сразу, тем самым превысив суверенный рейтинг страны. На этом фоне лучше выглядят долги «Газпрома», «ВТБ» и «Сбербанка», которые после повышения их оценки имеют потенциал сокращения спредов на 20-30 б.п.

По итогам недели, в лидеры вышел «Газпром-34» (+1.94), поскольку покупка «Сибнефти» в долгосрочном плане существенно увеличивает стоимость компании и улучшает прогнозы ее долгосрочных денежных потоков. Последующие места остались за крупнейшими российскими банками: бумаги «Сбербанк-15» выросли на 1.49%, «Внешторгбанк-15» на 1.33%, «Внешторгбанк-11» на 1.23%, «Внешторгбанк-16» – на 1.16%. Лучше рынка смотрятся долги металлургических компаний на фоне роста цен на металлы на мировых рынках. Телекомы за последние 2 месяца демонстрируют вялую динамику, хотя по-прежнему сокращение спреда между «МТС'12» и «Вымпелком'11» возможно, однако, вряд ли оно возобновится в ближайшее время, учитывая, в целом, неопределенность, царящую вокруг emerging markets, в особенности, что касается корпоративных долгов.



Прошедшая неделя запомнилась рядом корпоративных размещений:

- Во вторник, 25 октября, "Ренессанс Капитал" разместил еврооблигации с погашением в 2008 году на \$100 млн., доходность составила 8% годовых. Как сообщалось ранее, компания планировала разместить евробонды примерно на \$150 млн. в рамках среднесрочной программы заимствований на общую сумму \$1 млрд.
- В среду, 26 октября, road-show своих еврооблигаций начал Евраз-Групп. Компания пройдет с 26 октября по 2 ноября в Гонконге, Сингапуре, Женеве, Маниле, Вене, Лос-Анджелесе, Бостоне, Нью-Йорке, Лондоне. Компания и организаторы пока не раскрывают ни объема выпуска, ни сроков обращения облигаций. Вместе с тем, как ранее сообщал "Интерфакс" со ссылкой на осведомленный источник на рынке, это будет benchmark транзакция, которая подразумевает, что объем размещения планируется на уровне около \$500 млн. При этом отмечается, что выпуск может быть 7-10 летним.

Как стало известно на прошлой неделе, две российских компании планируют разместить евробонды:

- АО "Казаньоргсинтез" (РТС: KZOS) планирует в ноябре 2005 года провести road-show пятилетних еврооблигаций на сумму \$200 млн. с целью их размещения на Лондонской бирже.
- Внешторгбанк (РТС: VTBR) рассматривает возможность увеличения дополнительного капитала (второго уровня) за счет размещения субординированных еврооблигаций, однако, сроки и объемы долга пока не называются.

Повышение рейтинга ряда российских госбанков в ближайшем будущем может способствовать их выходу на долговой рынок, поэтому интерес ВТБ к евробондовому займу в данном случае вполне уместен, поскольку высокий рейтинг существенно уменьшит обслуживание предполагаемого займа.

В целом, рынок корпоративных облигаций будет следовать за суверенным долгом России. Среди лидеров на этой неделе могут оказаться банки, которым повышены рейтинги, а также «Газпром», котировки облигаций которого еще не полностью отыграли покупку «Сибнефти».



Российские рублевые облигации

На прошедшей неделе на рынке рублевых облигаций действовали, в основном, негативные факторы. Значительно ухудшилась ситуация с рублевой ликвидностью. Средняя величина остатков на корсчетах и депозитах коммерческих банков за неделю составила 371,1 млрд. рублей против 461,5 млрд. рублей неделей ранее. Значительно выросли ставки на рынке межбанковского кредитования. Значение ставки MIACR составило в пятницу рекордное для последних месяцев значение 8,06%. Продолжился рост доходностей российских еврооблигаций, спред по доходности «России-30» к десятилетним американским государственным облигациям уменьшился и составил 118 пунктов. Практически единственным положительным фактором стала ситуация на валютном рынке. По итогам недели, рубль вырос по отношению к доллару на 0,498%.

ГКО-ОФЗ-ОБР

На рынке ГКО-ОФЗ, по итогам торгов за неделю, по большинству обращающихся выпусков облигаций происходило снижение котировок. Цены снижались всю неделю, и только в пятницу наблюдался некоторый рост. Слабую положительную динамику, по итогам недели, продемонстрировали ОФЗ серии 25057, 25058 и 46017. Наиболее сильно снизилась стоимость длинных амортизационных ОФЗ-АД серии 46 и ОФЗ серии 27026. Объем торгов на вторичном рынке ГКО-ОФЗ за прошедшую неделю составил 3 313,46 млн. рублей.

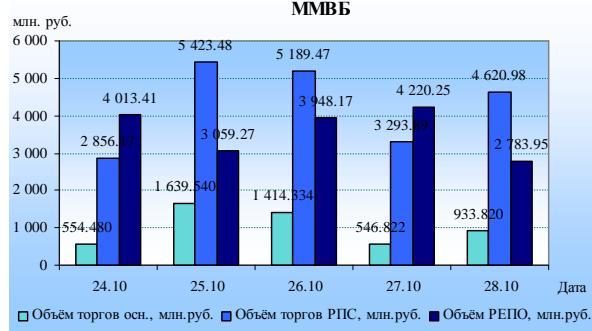
Ситуация на рублевом рынке федеральных облигаций в настоящее время во многом зависит от конъюнктуры на американском долговом рынке, а также от динамики российских суворенных евробондов. С тех пор, как на рынке сформировалась игра на сужении спреда ОФЗ к еврооблигациям, рублевые бумаги оказались в подчинении к валютным.

Рублевые гособлигации немного подешевели на прошедшей неделе в связи с резким снижением рублевой ликвидности банковской системы в конце месяца, на который традиционно приходится основной объем налоговых платежей. Активность инвесторов находилась также на довольно низком уровне. О существенном спросе на дополнительные рублевые средства свидетельствовали ставки на рынке межбанковского кредитования, которые в течение всей торговой недели находились существенно выше обычного уровня, превысив, в частности, в пятницу 8% годовых.

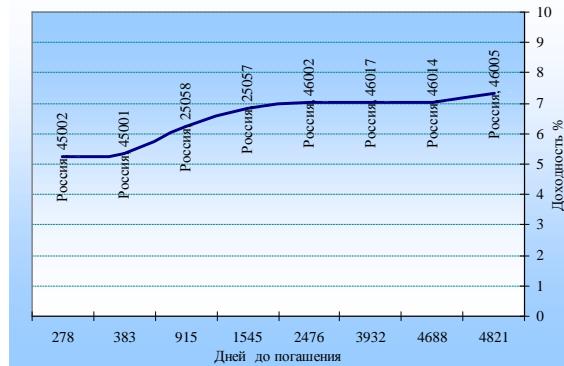
Именно эти факторы не позволили котировкам ОФЗ подняться вслед за внешним российским долгом в первые дни недели. Последующее снижение еврооблигаций также способствовало снижению котировок рынка рублевого госдолга. Негативное движение стоимости облигаций федерального займа не смогло сдержать даже очередное повышение рейтинга России международным агентством Moody's.

Между тем, стоит отметить, что участники не торопились продавать госбумаги, поскольку с помощью

Объёмы торгов негос. рублёвыми облигациями на ММВБ



Кривая доходности ГКО-ОФЗ



них они имели возможность занимать необходимые рублевые средства на аукционах прямого РЕПО, регулярно проводимых Банком России.

На ближайшей неделе на рынке ОФЗ, скорее всего, сохранится неопределенность: с одной стороны, под давлением ситуации в США, с другой – поддерживаемая высокими ценами на нефть и восстановлением ликвидности в России с началом нового месяца. При таких рыночных условиях цены рублевых госбумаг изменятся незначительно, а активность торгов будет низкой. При этом средневзвешенная ставка рынка ОФЗ-АД и ОФЗ-ФД, по их мнению, останется в диапазоне 6,8-8,85% годовых. Слабому интересу инвесторов к госдолгу будет способствовать достаточно низкая рублевая ликвидность, которая существенно снизилась к концу октября и вряд ли сможет восстановиться в первые дни ноября. Кроме того, этот рынок традиционно поддерживается крупными гос.игроками, такими как Сбербанк и Пенсионный фонд, которые, в основном, придерживаются консервативной стратегии, что не будет способствовать активизации торгов и существенным изменениям на рынке.

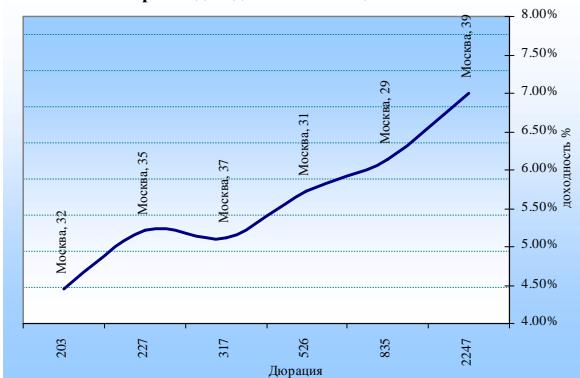
Субфедеральные и муниципальные облигации

На вторичном рынке субфедеральных и муниципальных облигаций, как и на корпоративном, котировки бумаг, в основном, снижались. Наиболее ликвидные бумаги выглядели немного лучше рынка. Объем торгов на этом сегменте рынка облигаций за прошедшую неделю уменьшился и составил 2 390,4 млн. рублей (без учета торгов в режиме переговорных сделок и сделок РЕПО). Среди немногих бумаг, чьи цены выросли следует отметить облигации Кабардино-Балкарской Республики (гос. регистр. номер RU34001KBR0) (+1,74%). Лидером по обороту за неделю в основном режиме торгов стал пятый выпуск облигаций Московской области (508,94 млн. рублей). Далее расположились тридцать пятый и тридцать первый выпуски облигаций Москвы, оборот по которым составил 280,54 млн. рублей и 224,82 млн. рублей соответственно.

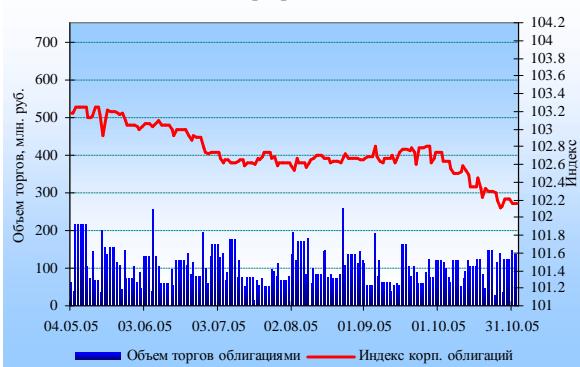
Корпоративные облигации

На вторичном рынке корпоративных облигаций в течение недели наблюдалось снижение котировок. Индекс корпоративных облигаций ММВБ RCBI за неделю снизился на 0,1% и остановился на значении 102,2. Котировки почти всех облигаций первого "эшелона" также снизились (за исключением второго и третьего выпусков облигаций РЖД). Лучшую динамику котировок продолжали демонстрировать бумаги второго и третьего "эшелонов". Объем торгов корпоративными облигациями на ММВБ за прошедшую неделю снизился по сравнению с предыдущей и составил 2 698,62 млн. рублей (без учета торгов в режиме переговорных сделок и сделок РЕПО). Наиболее значительный оборот наблюдался во вторник, когда объем торгов составил почти 808,24 млн. рублей. Объем по сделкам РЕПО по негосударственным рублевым облигациям составил за неделю 18 025 млн.

Кривая доходности облигаций Москвы



Динамика индекса корпоративных облигаций ММВБ



Инвестиционно-финансовая корпорация «АЛЕМАР»
117218, г. Москва,
ул. Кржижановского, 21/33
тел. 411-66-55

рублей, объём торгов в режиме переговорных сделок - 21 384 млн. рублей.

Лидером среди корпоративных облигаций по объёму торгов за неделю в основном режиме стал первый выпуск облигаций «Транснефтепродукта», оборот по которому составил 131,7 млн. рублей, причем почти весь оборот прошел во вторник. Цена бумаги за неделю снизилась на 0,51% до 100,48% от номинала. Эффективная доходность бумаги к погашению увеличилась до 8,11%.

Второе место по обороту занял третий выпуск облигаций «ЮТК». По этой бумаге было совершено сделок на сумму 131,4 млн. рублей. Цена долгового инструмента за неделю уменьшилась на 0,48% до 101,1% от номинала, а доходность бумаги к оферте через 5 месяцев выросла до 9,91%.

Третьим по объёму торгов стал третий выпуск облигаций «Татнефти». Объём торгов по бумаге за неделю составил 103,7 млн. рублей. Цена этой облигации за неделю снизилась на 0,48% до 103,7% от номинальной стоимости. Доходность инструмента к погашению увеличилась до 6,37%.

Лидером роста котировок за неделю среди достаточно ликвидных облигаций стали бумаги «ПИТ-2» (+0,6%). Наиболее сильно снизилась цена второго выпуска облигаций «Группы ОСТ» (-1,31%).



Прошедшие размещения:

За прошедшую неделю на рынке рублевых облигаций состоялось три первичных размещения:

25 октября на ФБ ММВБ прошло размещение третьего выпуска облигаций ОАО «Альянс «Русский Текстиль». Общий объем выпуска составляет 1 200 млн. рублей. Срок обращения облигаций – 1456 дней. По облигациям выплачиваются 8 купонов, продолжительность каждого купона – 182 дня. Цена размещения была установлена в размере 100% от номинальной стоимости. По результатам конкурса, ставка первого купона была установлена в размере 12% годовых, что соответствует доходности к оферте через 2 года на уровне 12,36% годовых. Всего было удовлетворено 28 заявок.

Организатор и платежный агент - ОАО «ТрансКредитБанк».

27 октября 2005 г. на ФБ ММВБ состоялось размещение пятого выпуска документарных процентных облигаций на предъявителя ОАО «Внешторгбанк» общей номинальной стоимостью 15 млрд. рублей. Срок обращения облигаций составляет 8 лет. По облигациям предусмотрена выплата квартальных купонов. Процентная ставка первого купона, определенная на конкурсе при размещении, составила 6,20% годовых, ставка второго-шестого купонов равны ставке первого купона, ставка по остальным купонам определяется эмитентом. Эффективная доходность облигаций к полуторалетнему пут-опциону эмитента составила 6,35% годовых. Весь облигационный выпуск был реализован в ходе аукциона в первый день размещения. Решением эмитента предусмотрено право владельцев облигаций предъявить их к выкупу по номинальной стоимости через 1,5 года – на второй рабочий день после даты выплаты шестого купона.

Организатором, андеррайтером и платежным агентом выпуска выступает ОАО «Внешторгбанк».

В тот же день на ММВБ прошло размещение второго выпуска облигаций «Камская долина-Финанс». Общий объем выпуска составляет 200 млн. рублей. Срок обращения облигаций – 720 дней. Количество купонов – 8. Облигации размещались по открытой подписке. Ставка первого купона по облигациям определялась на аукционе и была установлена в размере 13,5 % годовых. Ставки 204 купонов равны ставке первого купона. Значения 5-8 купонов устанавливаются эмитентом. Поручительство по выпуску предоставлено ОАО «Камская долина». За первые два дня было размещено 61,15% выпуска.

Организатор, андеррайтер – «Пермская фондовая компания», со-организатор, со-андеррайтер - ИФК «Алемар».

28 октября на ММВБ состоялось размещение облигационного займа «Яковлевский Текстиль» объемом 1 млрд. рублей. Срок обращения облигаций – 3 года. По облигациям выплачиваются шесть полугодовых купонов. Ставка купона на 1 год обращения определялась в ходе конкурса. По выпуску предусмотрена оферта через год по цене 100% от номинала. По итогам конкурса, эмитентом принято решение об установлении ставки 1-2 купонов в размере 12% годовых. Ставка 3-6 купонов устанавливается эмитентом. Эффективная доходность выпуска к оферте через 1 год составила 12,36% годовых. В ходе аукциона удовлетворено 85 заявок общим объемом 1 млрд. руб. Таким образом, весь выпуск был размещен в ходе конкурса. Поручительство – ОАО «Объединенная промышленная текстильная компания».

Организатор и андеррайтер – ФК «УРАЛСИБ»

Предстоящие размещения

Объем первичных размещений не будет оказывать давления на рынок корпоративного долга, он составляет лишь 3,1 млрд. рублей.

Вчера, в понедельник, состоялось размещение облигаций ООО "Славинвестбанк" 2-й серии, объем эмиссии 900 млн. рублей.

В среду свои бумаги предложат ОАО "Салаватстекло" 2-й серии объемом 1,2 млрд. рублей и АКБ "Пробизнесбанк" (РТС: PBZB) 5-й серии объемом 1 млрд. рублей.



Аналитический отдел ИФК «Алемар»

Василий Конузин - тел. (095) 411-66-55 доб. 237

(US treasuries, Emerging markets, Российские еврооблигации, ОФЗ)

Отдел доверительного управления ИФК «Алемар»

Михаил Селихов - тел.: (383) 346-54-44, 227-65-66 добавочный 142

(ОФЗ, рублевые субфедеральные, муниципальные и корпоративные облигации)

За более подробной информацией и по возникшим вопросам просим обращаться по электронной почте:

research@alemar.ru

При подготовке обзора использована информация агентств «Интерфакс», РосБизнесКонсалтинг, Финмаркет, Bloomberg, BondsFINAM, компаний FXClub, FOREX times, обзоры ВТБ и МДМ-банка и Альфа банка.

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Источники, используемые при написании данного отчета, ИФК «Алемар» рассматривает как достоверные, однако ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность предоставляемой информации. Оценки и мнения, отраженные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков ИФК в отношении рассматриваемых в отчете ценных бумаг и эмитентов.

ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценных бумагами.

ИФК «Алемар» не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности.

Копирование и распространение информации, содержащейся в данном обзоре, возможно только с согласия ИФК «Алемар».



Инвестиционно-финансовая корпорация «АЛЕМАР»
117218, г. Москва,
ул. Кржижановского, 21/33
тел. 411-66-55