



РЫНОК ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ

ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР

28.11.2005 – 06.12.2005

В обзоре:

МИРОВОЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК 2

US TREASURIES 3

EMERGING MARKETS 7

РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ 11

СУВЕРЕННЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ 11

КОРПОРАТИВНЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ 13

РОССИЙСКИЕ РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ 15

ГКО-ОФЗ-ОБР 15

СУБФЕДЕРАЛЬНЫЕ И МУНИЦИПАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ 16

КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ 17

ПРОШЕДШИЕ РАЗМЕЩЕНИЯ: 18

ПРЕДСТОЯЩИЕ РАЗМЕЩЕНИЯ 18

Основные события:

- Ставка ЕЦБ повышена на 0.25% до 2.25%, однако цикла повышений не последует
- После снижения в понедельник на данных о сокращении продаж на вторичном рынке жилья доходность treasuries восстановилась с 4.4% до 4.56% при поддержке со стороны статистики по США
- Кадровые проблемы Бразилии отошли на второй план, emerging markets смогли вырасти в конце недели
- Спрэд ЕМВІ+ колебался между 242-248 п., спрэд UST-10Y к «России-30» вырос до 110 п.
- На прошлой неделе прошли размещения еврооблигаций Альфа-Банка, Газпрома, МДМ-банка
- Лидером роста котировок за неделю стали бумаги Волгателекома (+3,19%).
- Наиболее сильно снизилась цена облигаций ВБД ПП (-0,95%).

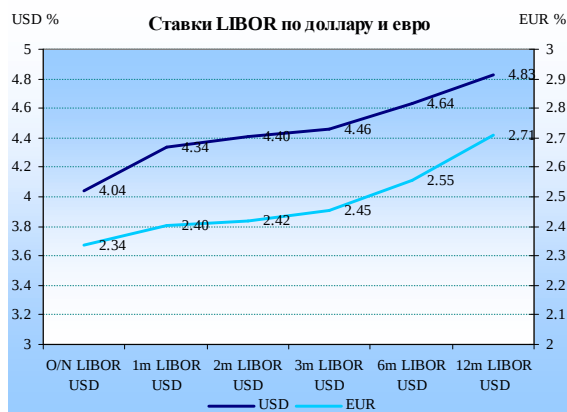


ОСНОВНЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

курсы ЦБ РФ	на	курс	+-
USD	07.12	28.9123	-0.0855
EURO	07.12	34.0616	0.1458

индикатор	значение	изм. %	время
SPI	1 262,09	-0.24	06.12 00:37
DJI	10 835,01	-0.39	06.12 00:37
NQE	2 257,64	-0.69	06.12 00:59
NKS	15 423,38	-0.82	06.12 11:19
DAX30	5 278,82	0.23	06.12 13:05
FTO	5 510,90	0.01	06.12 13:05

индикатор	значение	изм. %	время
RTSI	1 070,12	-0.55	06.12 13:04
RTX	1 587,04	-1.03	06.12 13:03
MCXINDCF	975.43	-1.05	06.12 13:04
RCBI	101.73	-0.13	06.12 12:58



Мировой долговой рынок

Интерес инвесторов на прошлой неделе был прикован к заседанию ЕЦБ, на котором учетная ставка была поднята на 0.25% до 2.25% годовых, однако, наибольшее внимание вызывал не столько факт подъема ставки, сколько комментарии главы ЕЦБ Жана-Клода Трише по поводу того, насколько далеко ЕЦБ готов зайти с повышением. Ожидания относительно того, что ЕЦБ может начать цикл повышений, не оправдались, на фоне чего доллар, равно как и доходности по американским казначейским бумагам, начали восстанавливаться. Чему способствовал поток позитивных новостей из США, который только подтвердил стабильность роста американской экономики, при котором ФРС вполне может продолжить повышения ставок вплоть до уровня 4.75%.

На этом фоне, начиная со вторника, на рынке преобладали продажи treasuries, в результате чего, доходностям по десятилетним бумагам вновь удалось вырасти выше отметки в 4.5% годовых. Освободившаяся от продаж облигаций ликвидность вылилась на фондовый рынок и уже традиционно в рискованный сектор.

Индекс Dow после снижения в начале недели вновь вырос выше 10900 п., хотя к концу недели все же снизился в рамках коррекции до 10877 п.

Если же рассматривать долговые рынки, то пользующиеся ранее популярностью долги стран с инвестиционным рейтингом или близким к инвестиционному уступили место покупкам высокодоходных еврооблигаций. Судя по всему, спрос на наиболее рискованные активы обусловлен тем, что вырученные от продажи treasuries средства были временно направлены в рискованный сектор, и, судя по всему, в дальнейшем будут перенаправлены либо на фондовый рынок США, либо в облигации более качественных стран-эмитентов emerging markets.



В целом прошедшая неделя в какой-то степени прояснила картину: рынок США стабильно растет, и его не пугают повышения ставок, таким образом, на ближайшее время наиболее вероятным сценарием станет снижение котировок длинных казначейских бумаг, сопровождаемое притоком средств в популярные у спекулянтов высокодоходные активы рискованного сегмента.

Что касается более далеких перспектив, то многое зависит от заявления Гринспена после декабрьского заседания FOMC. В случае, если ФРС даст понять, что декабрьское повышение не будет последним, активные продажи treasuries могут возобновиться. Близость завершения цикла повышения процентных ставок заставит инвесторов вкладывать средства в наиболее доходные спекулятивные инструменты с целью получения краткосрочной прибыли. По достижении котировками treasuries ожидаемого дна эти временные инвестиции в emerging markets вновь вернуться в американские госбумаги, способствуя падению рынков развивающихся стран, однако, вероятнее всего, это произойдет не ранее середины января.

US treasuries

Ситуация на американском рынке государственного долга на прошлой неделе кардинально изменилась. Падение доходности treasuries в понедельник на фоне снижения показателей продаж на вторичном рынке жилья инвесторы связали с угрозой замедления темпов роста экономики в целом, что обострило опасения относительно близости завершения цикла процентных ставок. Однако, после выхода обширного позитивного массива экономических данных по США, в которых, в частности, был отмечен рост потребительского спроса и доходов, настроения в пользу дальнейшего повышения базовой ставки укрепились.

На протяжении недели поддержку росту доходности по казначейским бумагам оказывали также комментарии представителей ФРС, в которых они однозначно заявляли о том, что видимых причин для изменения денежной политики в ближайшем будущем нет, однако, завершение цикла повышений уже не за горами.

Ведущий экономист ФРБ Филадельфии Лоретта Местер в своем выступлении отметила, что ФРС совсем не обязательно останавливаться на нейтральной денежно-кредитной политике и для борьбы с инфляцией можно допустить повышения ставок выше нейтрального уровня. Собственно, несколько раньше именно эту идею высказал глава ФРБ Чикаго Майкл Москоу, который также сказал, что экономическая ситуация в США позволяет ФРС продолжить текущую политику, а базовая ставка пока еще только достигла нижних границ нейтрального уровня и будет расти дальше. По словам главы ФРБ Сан-Франциско Йеллен ФРС пока еще не приблизился к окончанию текущей стадии монетарной политики. Вместе с тем, она обратила внимание, что это время наступит, и заявление FOMC изменится.

По итогам недели доходности по десятилетним treasuries восстановились с понедельничных минимумов 4.4% до



4.55% годовых. В принципе, доходность по десятилетним treasuries на уровне 4.4% при ожиданиях того, что базовая ставка достигнет 4.5%, свидетельствует о переоцененности казначейских бумаг. Поэтому, по мере приближения заседания ФРС 13 декабря, скорее всего, будет наблюдаться тенденция к плавному снижению котировок казначейских облигаций.

Понедельник

В понедельник, на рынке главенствовали опасения относительно того, что снижение инфляции и падение спроса на вторичное жилье приведут в скором времени к завершению цикла повышений ставки, что привело к падению доходностей US treasuries.

Рынок жилья является одним из наиболее динамично развивающихся секторов американской экономики, за счет доступности и дешевизны ипотеки, что на протяжении долгого времени подогревало спрос и, как следствие, рост цен на недвижимость. Политика ФРС, направления на удорожание кредитных ресурсов в итоге привела к их удорожанию заемных средств, что отразилось в снижении спроса на жилье, который был зафиксирован в вышедшем отчете. Опасения того, что в отрасли, являющейся одним из основных драйверов экономического роста Америки, может развиваться стагнация, которая замедлит общие темпы экономического роста США, привели к тому, что рынок воспринял вышедший отчет, как сигнал того, что ФРС вплотную приблизилась к завершению цикла повышений ставки. На этом фоне доходность наиболее показательных десятилетних treasuries упала до 4.4% годовых.

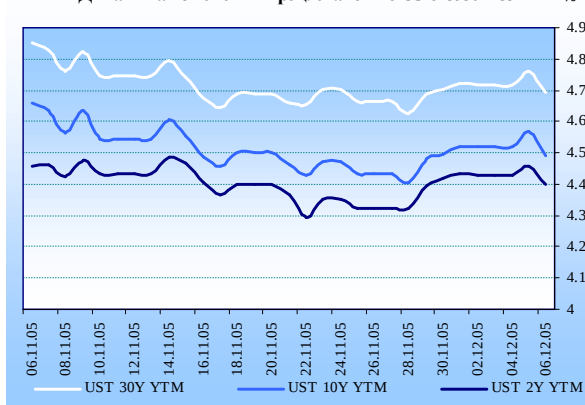
Вторник

Начиная со вторника, публикации массива экономических данных придали уверенности инвесторам в том, что у США имеется достаточный запас экономического роста, который позволит ФРС закрепить успех в борьбе с инфляцией и повысить базовую ставку еще минимум 2 раза до 4.5%.

Рост доходностей treasuries начался после того, как во вторник были опубликованы данные по заказам на товары длительного потребления и потребительскому доверию, которые превысили ожидания аналитиков. Как сообщила исследовательская организация Conference Board, индекс потребительского доверия вырос в ноябре до 98.9 п., вопреки прогнозам роста до 90.2 п. Падение цен на энергоносители явилось одной из главных причин, воодушевивших потребителей в преддверии сезона праздничных покупок. Кроме того, улучшение ситуации на рынке труда также позволяет потребителям более уверенно тратить свои средства. Рост спроса окажет давление на цены, что, соответственно, повышает вероятность продолжения цикла повышений ставки в следующем году.

Отчет по заказам на товары длительного пользования в США также превысил прогнозы. В октябре они выросли на 3.4% вопреки прогнозам повышения показателя лишь на 1.5%, что говорит о хорошей прибыли и потоку

Динамика изменения проц. ставок по US treasuries



наличности компаний, что является основой для их дальнейшего экономического развития.

После выхода этих новостей доходности по десятилетним облигациям резко прыгнули вверх с 1.40% до 4.48% годовых. Столь резкий рост помимо фундаментальных оснований имел и технический характер: после слишком сильного снижения доходности treasuries с уровней 4.6% годовых к 4.4%, коррекция была неизбежна, а выход столь позитивной порции данных по США как нельзя лучше этому способствовал.

Среда

Наверное, ключевым отчетом по США на прошедшей неделе стал выход в среду пересмотренных значений роста ВВП страны в третьем квартале, который составил 4.3%, против первоначальных 3.8% и прогнозируемых аналитиками 4.1%. На этом фоне доходность по десятилетним казначейским бумагам вплотную приблизилась к уровню 4.5% годовых. На фоне роста ВВП США увеличились опасения продолжения цикла повышения ставок, что отразилось в дальнейшем сжатии спреда доходности между двухлетними и десятилетними treasuries, спред между которыми достиг в среду 7.5%.

Четверг

Рост доходностей по treasuries, поддерживаемый новыми экономическими публикациями, продолжился в конце недели. И ставки по десятилетним казначейским облигациям окончательно закрепились в диапазоне 4.50-4.55% годовых.

После заседания ЕЦБ, на котором учетная ставка была повышена до 2.25%, стало ясно, что текущее увеличение ставки скорее разовое. В перспективе до полугода стоит ожидать дальнейшего расширения дифференциала между ставками в США и Европе. Общий позитивный настрой на рост доллара способствовал тому, что инвесторы, не дожидаясь важных публикаций в конце недели, продолжили продавать treasuries с целью покупки растущего доллара, что инициировало дальнейшее снижение котировок по казначейским бумагам.

Последовавшие в ходе американской сессии публикации экономических данных ускорили падение котировок treasuries.

Индекс института менеджеров по поставкам для производственного сектора США (ISM) снизился в ноябре до 58.1 пункта с 59.1 пункта в октябре. Аналитики прогнозировали 58 пунктов. Несмотря на снижение, индекс остался выше отметки 50, что говорит в пользу улучшения ситуации в секторе.

Данные по безработице в США также оказались лучше прогнозов. Jobless claims в США снизились на прошлой неделе на 17.000 до 320.000. По уточненным данным, недель ранее количество заявок составляло 337.000. Аналитики прогнозировали уменьшение лишь на 10.000 до 325.000 с ранее объявленного уровня в 335.000. Кроме того, в США был отмечен рост потребительских расходов и доходов. Потребительские расходы в США в октябре увеличились на 0.2%, как и ожидали эксперты.



Потребительские доходы увеличились на 0.4%.

Пятница

В пятницу инвесторы с особым интересом ожидали выхода платежных ведомостей, исходя из которых, можно судить о том, насколько стабильно развивается рынок труда. Министерство труда США сообщило, что число рабочих мест вне сельского хозяйства в США в ноябре выросло на 215 000, что почти соответствует прогнозам роста на 210 000. Уровень безработицы в ноябре не изменился и составил 5.0%

Начало текущей недели

В начале текущей недели тенденция к увеличению доходности по treasuries, которая привела ставки по десятилетним казначейским бумагам к отметке 4.56% годовых, сменилась восходящей коррекцией котировок госдолга США, в результате чего, доходность вновь вернулась под отметку 4.50% годовых. Основной причиной тому послужило снижение инфляционных опасений, после того как отчет о производительности труда показал, что рост стоимости рабочей силы снизился второй месяц подряд, усилив антиинфляционные настроения участников рынка, на фоне которых усилились спекуляции о повышении ставки ФРС в следующем году.

Тенденции

Исходя из достаточно обширного массива данных по американской экономике, вышедшего на прошлой неделе, ситуация в США пока складывается в пользу продолжения повышений ставки. Растущий потребительский доход и стабильность рынка труда повысили уверенность потребителей в завтрашнем дне, что способствует росту спроса, и, как следствие, оказывает давление на цены. Именно этот фактор, особенно в период праздников, может сыграть в пользу инфляции. Поэтому, вполне вероятно, что ФРС не ограничится однократным повышением в декабре и повысит ставку минимум дважды до 4.5%. Кроме того, состояние в производственном секторе США также выглядит достаточно позитивно, о чем свидетельствуют как растущие производственные индексы, так и заказы на товары длительного потребления, поэтому текущие уровни ставок пока оказывают минимальное давление на рост экономики.

В краткосрочном периоде ставки по индикативным десятилетним treasuries, скорее всего, останутся в диапазоне 4.5-4.6% годовых. Сохраняющаяся неопределенность в отношении уровня базовой ставки, который ФРС сочтет нейтральным, будет поддерживать котировки treasuries. Принимая во внимание заметно снизившееся инфляционное давление и хорошие темпы роста экономики, агрессивная денежная политика начинает изживать себя, поэтому приход Бернанке на пост главы ФРС в феврале 2006 г. вполне может ознаменовать конец затянувшегося цикла повышений.

Близость окончания цикла повышений ставки также



подкрепляется прогнозами экономистов Белого дома в отношении перспектив американской экономики в следующем году. Согласно их прогнозу, ВВП США вырастет в 2006 году на 3.4% на фоне умеренной инфляции, однако, высокие цены на нефть по-прежнему угрожают подъему. В 2005 году рост ВВП составит 3.5%, говорится в отчете. Индекс потребительских цен замедлится в 2006 году до 2.4% с 3.8% в 2005 году. Таким образом, невзирая на то, что инфляционное давление сохраняется, у ФРС остается все меньше поводов для того, чтобы продолжать агрессивную денежную политику.

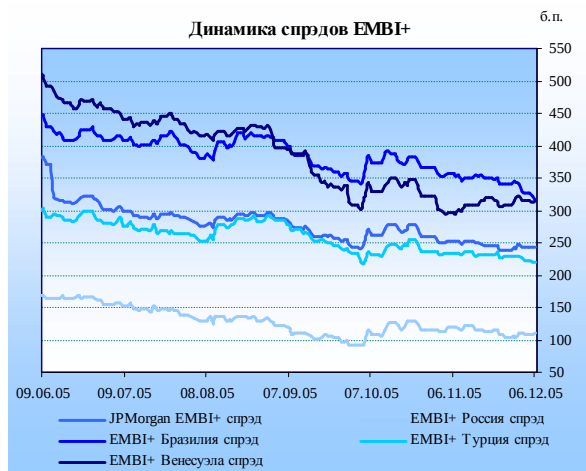
Что касается долгосрочных перспектив, то доходности по treasuries продолжат расти до тех пор, пока ФРС повышает ставку, т.е. как минимум до января. После того, как станет ясно, что ФРС намерена отступить от агрессивной денежной политики, последует волна покупок treasuries, которые какое-то время будут удерживать доходности treasuries на 10-15 п. ниже справедливого уровня (~4.75% по десятилетним бондам при базовой ставке 4.5%), однако, по мере насыщения аппетита инвесторов и падения доходностей, ставки вернуться к своим справедливым значениям.

Стоит также отметить, что ожидание расширения спреда между ставками в США и Европе стали одним из факторов обусловивших спрос на treasuries со стороны иностранных инвесторов. Согласно отчету Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), низкий уровень инфляции и недостаточно укрепившийся экономический рост в Европе и Японии не позволят им ужесточить денежную политику и, в результате, дифференциал между ставками должен еще больше расширяться. При этом, более привлекательные условия вложения денежных средств, предлагаемые американским рынком казначейских обязательств, будут способствовать притоку иностранного капитала, который будет поддерживать котировки treasuries.

Emerging markets

Достаточно большой массив статистических данных по США, который ожидался на прошлой неделе, равно как ряд негативных событий в политической жизни стран Латинской Америки, обусловил достаточно сдержанный характер торгов их суверенными долгами в начале недели. Рост уверенности инвесторов в продолжении цикла повышений ставки ФРС, подкрепленный публикациями макроэкономической статистики по США, способствовал снижению котировок treasuries. В результате, к концу недели, реализованный от продаж капитал устремился на развивающиеся рынки и на фондовый рынок США. Тенденция к risk-aversion, характерная в условиях преобладания стратегического интереса инвесторов, с приходом спекулятивного капитала от продаж treasuries, качественно изменилась, и большей популярностью пользовались высокодоходные еврооблигации.

Кроме того, ключевым событием прошлой недели стало также заседание ЕЦБ: несмотря на то, что все ожидали



повышения ставки, было еще не ясно, станет ли это разовой мерой или началом целого цикла повышений ставки в Европе. Заявление Трише о том, что повышение ставки в Европе до 2.25% носит разовый характер, способствовало росту уверенности инвесторов в увеличении дифференциала между ставками в США и Европе, что также способствовало росту доллара и продажам долговых активов, выразившихся в продажах treasuries к концу недели и росту спекулятивных вложений в emerging markets.

Вместе с тем, стоит отметить тот факт, что по мере приближения конца года приток денег в emerging markets начал ослабевать, в то время, как рост инвестиций в фондовые рынки набирает ход, о чем, собственно, свидетельствует рост индексов в США и Японии. Так, Dow Jones вырос с уровня 10400 п. до 10960 п. в конце ноября, NASDAQ с 2114 п. до 2265 п. Согласно отчету emerging portfolio fund research, четырехлетнее ралли на рынке emerging markets может прекратиться в 2006 году, так как правительства этих стран в меньшей степени стремятся улучшить экономический рост в преддверии выборов. Бразилия, Мексика, Россия и Индонезия входят в список стран, в которых президентские или парламентские выборы пройдут в следующем году. Выборы являются большим риском для Мексики и Бразилии, так как программы реформ могут пострадать от политических маневров, что повысит осторожность инвесторов по отношению к рынку долговых обязательств.

Понедельник

Как уже отмечалось, большой массив данных по экономике США, включающий важную статистику по потребительским расходам, промышленному производству, ВВП, а также индекс потребительского доверия, заставил многих игроков в начале недели принять выжидательную позицию.

В начале недели emerging markets находились под влиянием политических событий в странах Латинской Америки. В Бразилии только утих скандал вокруг министра финансов страны Палоччи. Как стало известно, что в Аргентине в отставку был отправлен министр экономики Лаванья, пользующийся доверием на Wall street, что привело к падению наиболее ликвидных еврооблигаций страны 2033 года сразу на 16 п.п. до 84% номинала в понедельник. Рост политических опасений перед 2006 годом, когда во многих латиноамериканских странах проходят президентские выборы, привел к снижению долгов региона. Как следствие, в понедельник инвесторы воздержались от активных покупок и предпочли скорректировать свои позиции. В результате спрэд EMBI+ в этот день расширился до 242 б.п.

Вторник

Публикация позитивной экономической статистики во вторник, способствовала росту доходности treasuries. В ставки по десятилетним обязательствам выросли до 4.48% годовых. Одновременно продолжилась и



коррекция на развивающихся рынках, чему продолжила способствовать неопределенность в отношении политики нового министра экономики Фелиса Мисели, неизвестного Wall Street, а также новые размещения Бразилии и Венесуэлы, которые потянули котировки суверенных долгов этих стран вниз. Хотя в среднесрочном периоде технические параметры Бразилии могут улучшиться, поскольку страна удовлетворила уже 2/3 своих потребностей во внешнем финансировании на 06-07 годы. Масштабы колебаний на американском рынке и emerging markets были сопоставимы, и в результате спрэд EMBI+ почти не изменился и составил 241 б.п.

Среда

В среду кадровая напряженность в Аргентине обострилась после того, как Фелис Мисели отправила в отставку секретаря финансов Нилсена, который был координатором успешных переговоров по реструктуризации долга.

Кроме того, стало известно, что в третьем квартале ВВП Бразилии сократился на 1.2% по сравнению со второй четвертью, что стало первым снижением за последние 2 года, и может ухудшить экономический прогноз на затратный 2006 год, когда состоятся президентские выборы.

Единственной позитивной новостью стало заявление Эквадора о готовности исполнять свои долговые обязательства в 2006 году, несмотря на то, что Конгресс одобрил использование \$400 млн. предназначенных для этого средств на социальные проекты. В целом на рынке продолжалась коррекция, которая помимо высокодоходных активов затронула и бумаги с инвестиционным рейтингом.

Четверг

В четверг котировки большинства еврооблигаций emerging markets выросли. Комментарии Трише после повышения ставки в Европе, исходя из которых стало ясно, что дифференциал между ставками будет увеличиваться, оказали поддержку доллару и способствовали продажам treasuries, часть средств от продажи которых поступила на развивающиеся рынки. Тем не менее, пришедший капитал был в большей степени спекулятивным, и основной подъем котировок наблюдался в высокодоходном секторе. Однако, общее восходящее движение передалось на весь рынок, и снижавшиеся в начале недели долги Латинской Америки смогли улучшить свои позиции.

Пятница

В пятницу на международных рынках образовалась избыточная ликвидность, особенно после публикации отчета по занятости США, который оказался близок к ожиданиям и снял напряженность инвесторов. Продажи treasuries продолжились, а вырученные средства были направлены в высокодоходные еврооблигации emerging markets, что привело к сокращению рисковой премии EMBI+ на 2 б.п. до 242 б.п.



Кроме внешних факторов, рынок получил поддержку за счет благоприятных страновых новостей и улучшения некоторых технических факторов. В Бразилии скандал вокруг министра Палоччи постепенно отходит на второй план, изменений в бюджетной политике пока не ожидается, но страна заявила о том, что до конца года не планирует новые займы, чем вызвала покупательный интерес к своим долгам.

В европейском регионе хорошим спросом пользовались турецкие долги, а также еврооблигации некоторых восточно-европейских государств. Долги Сербии подросли после того, как МВФ одобрил завершение соглашения 2002-2005 годов, что означает перечисление транша на \$180 млн. и списание \$700 млн. долгов Парижскому клубу. Болгария намерена досрочно погасить долги на 280 млн. евро МВФ и Всемирному Банку. Македония выгодно разместила дебютный выпуск на 150 млн. евро сроком на 10 лет всего под 4.625%. В Азии избыточная ликвидность была направлена в наиболее доходные филиппинские долги, которые показали наилучшую динамику среди всех emerging markets в ноябре.

Росту спроса на бумаги России и Турции в конце недели поспособствовал выход отчета Morgan Stanley, в котором было рекомендовано увеличить объемы бумаг России и Турции в ожидании более стремительного экономического роста в этих странах. Кроме того, аналитики советуют инвесторам сокращать в своих портфелях количество госбумаг Польши, Венгрии и Чехии на фоне опасений, что повышение процентных ставок в Западной Европе приведет к ограничению спроса на товары Центральной Европы.

Начало текущей недели

В начале текущей недели еврооблигации emerging markets упали вслед за повышением доходности по американским казначейским обязательствам. Однако, позднее наметилась тенденция к росту котировок, в результате чего, долги Бразилии и Турции обновили исторические максимумы, подкрепленные позитивными ожиданиями в отношении экономических перспектив этих стран. Сделанное в понедельник заявление главы бразильского центробанка Родриго Азеведо о том, что замедление темпов инфляции в стране позволит продолжить снижение процентной ставки, способствовало тому, что стоимость бразильских госбумаг достигла во вторник исторически максимальных значений. Росту стоимости турецких долгов на этой неделе способствовало известие об изменении прогноза суверенного рейтинга страны на "позитивный" со "стабильного" международным рейтинговым агентством Fitch.

Тенденции

В ближайшее время, по мере того, как американские казначейские бумаги восстанавливаются, рост emerging markets вполне закономерен. При этом, позитивный новостной фон вокруг стран с инвестиционным рейтингом будет дополнительно стимулировать подъем



их котировок. Вполне вероятно, что обновленные на этой неделе максимумы по еврооблигациям Бразилии и Турции будут стимулировать дальнейшие покупки. В конце года инвесторам предоставляется отличный шанс в очередной и, наверное, в последний раз в этом году поучаствовать в подъеме emerging markets, особенно, принимая во внимание тот факт, что рост этого рынка в следующем году может быть затруднен политическими перестановками в связи с выборами в целом ряде стран.

Российские еврооблигации

Суверенные еврооблигации

Российские еврооблигации на прошлой неделе следовали за динамикой US treasuries. В целом, позитивный фон корпоративных новостей, которые свидетельствуют о достаточно стабильных темпах развития экономики, продолжили оказывать поддержку котировкам российского суверенного долга. Однако, это не смогло их уберечь от падения по итогам недели, и доходность по индикативному выпуску Россия-30 выросла с 5.48% до 5.64% годовых.

Вообще, страны с инвестиционным рейтингом, среди которых особенно выделяются Россия, Бразилия и Турция, в последнее время получают все больше комплиментов в свой адрес, в основе которых лежат существенно снизившимися в последнее время страновые риски и стабильно высокие темпы экономического развития.

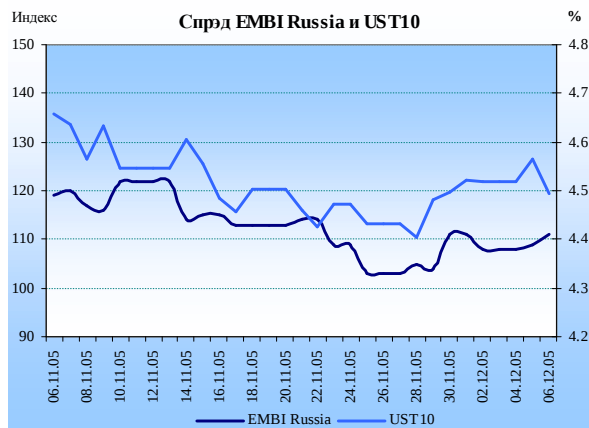
Новый глава крупнейшего в мире инвестиционного фонда, специализирующегося на странах emerging markets, Pacific Investment Management Co. (Pimco) Майкл Гомес считает гособлигации России и Бразилии наиболее привлекательными для инвесторов. По его мнению, существуют все предпосылки для продолжения роста рынка госдолга стран с развивающейся экономикой, которые на данный момент имеют значительный профицит счета текущих операций, из-за растущего объема иностранных резервов.

Понедельник

Падение продаж на вторичном рынке жилья в США, которое отразил вышедший в понедельник отчет, вызвало опасения относительно падения темпов роста на рынке недвижимости в Америке, что может позволить Федеральной резервной системе США приостановить серию повышений базовой ставки. На этом фоне доходность десятилетних treasuries упала до 4.4%, потянув за собой и развивающиеся рынки. Падение бумаг в Америке по большей части развернулось тогда, когда торги в Москве подходили к концу, поэтому российские облигации незначительно прибавили в цене, и доходность по ним снизилась всего на 1 б.п., до 5.48% годовых.

Вторник

В течение почти всего торгового дня во вторник котировки еврооблигаций России колебались в боковом канале со слабой тенденцией к повышению. Упавшая доходность российских бумаг помешала ожиданиям



важных публикаций в США. В результате, после выхода статистики по заказам на товары длительного пользования и роста потребительского доверия в США, которые превысили прогнозы, котировки treasuries устремились вниз, что привело к аналогичному движению и суверенного долга России. В результате доходность по «России-30» выросла до 5.60% годовых, однако, спрэд EMBI+ сузился до 104 п.

Среда

В среду снижение котировок российского внешнего долга продолжилось на фоне аналогичного снижения на рынке американских казначейских бумаг, которое было обусловлено вышедшими данными по ВВП США, превысившими прогнозы аналитиков. Доходность российских еврооблигаций с погашением в 2030 г. выросла до 5.61%, а спрэд по отношению к американским десятилетним бондам расширился до 111 п.

Четверг

В четверг ЕЦБ повысил учетную ставку, однако, для американских бондов более важным событием стала публикация индекса ISM в непроизводственном секторе, который, несмотря на то, что оказался несколько ниже прогнозов, показал устойчивый рост в наиболее важном для экономики США секторе. Кроме того, отдельный отчет показал рост потребительских доходов и расходов, что также способствовало росту ожиданий продолжения цикла повышения процентной ставки. В результате, рынок суверенных еврооблигаций РФ в четверг корректировался вниз, усугубив падение, начавшееся в середине недели. С понедельника, когда цена "России-30", поднявшись до 113,269% от номинала, достигла максимума с конца сентября, к четвергу облигации потеряли больше 1% стоимости.

Спрэд между доходностями десятилетних US Treasuries и "России-30" держится в пределах 111-112 базисных пунктов третий день подряд в связи с тем, что, несмотря на значительную разницу во времени между Нью-Йорком и Москвой, динамика поведения обоих рынков в точности совпадает.

Пятница

После роста emerging markets в четверг, вызванного притоком спекулятивных средств от продажи treasuries, российский рынок валютного госдолга начал расти в пятницу. Спрэд между доходностями десятилетних US Treasuries и «России-30» сузился к вечеру на 5 базисных пунктов до 108 базисных пунктов. Вместе с тем, к концу пятничных торгов в США вновь стали преобладать настроения на продажу долгов, что соответственно затронуло и российские еврооблигации. В результате, торговый день был завершён на минорной ноте, что позволило доходности «России-30» вырасти до 5.64% годовых.

Начало текущей недели

После снижения следом за treasuries в понедельник,



котировки государственных еврооблигаций РФ во вторник позитивно восприняли коррекцию на рынке американских обязательств, что позволило им отыграть падение предыдущего дня. Котировки российских еврооблигаций с погашением в 2030 году поднялась до 111.96% от номинала, наперлав, таким образом, потерянные в понедельник пункты. Доходность "России-30" к этому моменту уменьшилась до 5,63% годовых. Спрэд между доходностями десятилетних US Treasuries и "России-30" не изменился с предыдущего дня и держался около 110-111 базисных пунктов.

Тенденции

Несмотря на снижение котировок, рынок довольно положительно смотрит на emerging markets и Россию, поскольку реализованные от продажи treasuries средства будут, по всей видимости, направляться в emerging markets, что окажет поддержку их росту.

Падение котировок по американским казначейским бумагам оказалось достаточно существенным, поэтому в отсутствие важных экономических новостей на этой неделе, вполне возможно коррекционное движение котировок treasuries вверх, которое также будет поддержано развивающимися рынками: после того, как доходность по treasuries достигла 4.56% годовых, на рынке наметилась коррекция, в результате которой, котировки казначейских бумаг пошли вверх, что способствовало росту долгов emerging markets и России, в частности.

Корпоративные еврооблигации

Снижение котировок суверенного долга на прошлой неделе закономерно отразилось в аналогичном движении внешнего корпоративного долга. Несмотря на снижение корпоративного долгового сектора, в целом, по ходу недели, рост emerging markets в пятницу позволил восстановиться бумагам «голубых фишек» и телекомов, традиционно пользующихся спросом среди иностранных инвесторов. Именно этим можно было объяснить подъем котировок еврооблигаций «Газпрома» и Сбербанка.

Позитивные отзывы Fitch в отношении ряда российских банков поддержали долги кредитных организаций категории «В». В результате, по итогам недели лидерами стали «Петрокоммерц» (+0.22%) и «Банк Москвы-10» (+0.14%).

Публикация квартальной отчетности и ожидания прибыли по итогам года свыше 2 млрд. долл. продолжили оказывать поддержку долгам Сбербанка. Выпуск «Сбербанк-6» вырос на 0.03%. Также предвкушение хороших финансовых результатов по «Северстали» способствовало росту котировок выпуска с погашением в 2014 г. по итогам прошлой недели на 0.11%.

В свете роста котировок российского долга на этой неделе позитивно выглядят бумаги голубых фишек, и традиционно пользующиеся спросом телекомы. Высокодоходные бумаги банков категории «В» также должны продолжить свой рост после того, как стало известно, что они не собираются проводить размещений в

Место (на прошлой неделе)	Пятерка лидеров по абсолютному изменению за неделю	
1(44)	Петрокоммерц	0.22%
2(9)	Банк Москвы-10	0.14%
3(3)	Северсталь-14	0.11%
4(19)	ЕвразХолдинг-09	0.05%
5(37)	Сбербанк-06	0.03%



этом году. Напомним, что активность банков на первичном рынке была, прежде всего, связана с повышением рейтинга целого российских кредитных организаций агентством S&P. Кроме того, стоит обратить внимание на выпуски металлургических компаний, в частности «Северстали», особенно в свете позитивных финансовых результатов компаний.

На прошлой неделе прошло сразу несколько размещений корпоративных долгов на внешнем рынке:

- «Альфа-банк» разместил субординированные евробонды на \$225 млн. под 8,625% годовых. Организаторами сделки выступили UBS и Barclays.
- «Финансбанк» разместил трехлетние евробонды на \$150 млн. под 7,9% годовых. Организатором размещения еврооблигаций «Финансбанка», являющегося российским подразделением турецкого Finansbank AS, выступил Merrill Lynch & Co.
- Российский «Сибкадембанк» доразместил в четверг еврооблигации со сроком погашения в 2008 году и ставкой купона 9,75%. Объем дополнительного размещения составил \$75 млн. Как сообщалось ранее, 12 мая банк разместил аналогичные евробонды на сумму \$100 млн. Погашение бумаг назначено на 19 мая 2008 года. Менеджером размещения выступил Dresdner Kleinwort Wasserstein.
- «МДМ-банк» разместил двухлетние евробонды на \$250 млн. под 7,5% годовых. Ранее сообщалось, что ориентировочная доходность бумаг «МДМ-банка» определена как доходность двухлетних казначейских обязательств США + 300 базисных пунктов.
- "Газпром" (PTC: GAZP) разместил 7-летние евробонды на 1 млрд. евро под 4,56% годовых, говорится в сообщении компании. Ранее сообщалось, что ожидаемая доходность евробондов "Газпрома" находится в районе 4,5% годовых. Эмиссия проводится в рамках программы заимствований на 2005 год и будет использована на общие корпоративные нужды. Облигации выпущены компанией специального назначения Gaz Capital S.A. (Люксембург) в рамках программы EMTN (euro medium-term notes). Со-ведущими менеджерами и букранерами займа являются ABN Amro и CSFB, старший со-ведущий менеджер – «Росбанк».

На этой неделе появилась информация об изменениях в ранее запланированных размещениях, а также о планах ряда компаний выйти на первичный рынок:

- Банк "Русский стандарт" планирует до конца текущей недели разместить субординированные 10-летние евробонды на \$200 млн. Road show проводится в Азии и Европе. Организатором выпуска выступает Barclays. Ожидаемая доходность субординированных евробондов банка (PTC: RSBN) на \$200 млн. - 8,625% годовых
- ООО "Торговый Дом "Евросеть", владелец крупнейшей в России сети салонов связи, приняло решение о переносе срока выпуска нот участия в



займе (LPN) из-за задержки подготовки размещения организатором и изменившейся конъюнктуры финансового рынка, сообщили "Интерфаксу" в компании.

- Российско-британская ТНК (РТС:TNKO)-BP рассматривает возможность размещения еврооблигаций в рамках программы EMTN (euro medium term note) в первом квартале 2006 года. Объем размещения может составить до \$1 млрд.
- Группа СУАЛ разместит евробонды в объеме \$300-500 млн. ориентировочно в I квартале 2006 года. Ранее группа СУАЛ заявляла о возможности выпуска евробондов объемом \$300 млн. до конца этого года. Однако, затем перенесла их выпуск на более поздний срок, так как считает ситуацию на рынке, которая сложилась в настоящее время, не самой благоприятной.

Российские рублевые облигации

На прошедшей неделе на рынок рублевых облигаций действовали в основном негативные факторы. Продолжала оставаться напряженной ситуация с рублевой ликвидностью. Средняя величина остатков на корсчетах и депозитах коммерческих банков за неделю составила 340,2 млрд. рублей против 320,1 млрд. рублей неделей ранее. Процентные ставки на рынке межбанковского кредитования находились на высоком уровне. Отрицательным моментом явилась и ситуация на валютном рынке. По итогам недели доллар вырос по отношению к рублю на 0,26%. Еще одним негативным фактором явился рост доходностей российских еврооблигаций, спрэд по доходности «России-30» к десятилетним американским государственным облигациям увеличился и составил 110 пунктов.

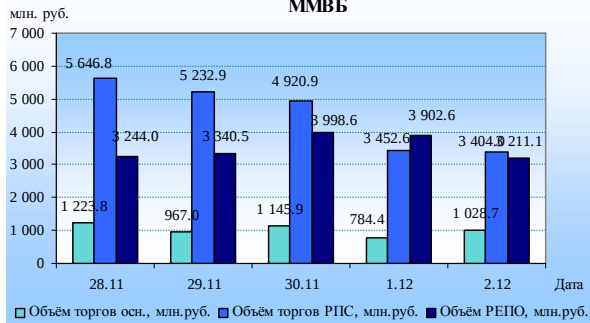
ГКО-ОФЗ-ОБР

На рынке государственных рублевых облигаций по итогам торгов за неделю по большинству обращающихся выпусков происходило снижение котировок бумаг. Лучшие рынка выглядели ОФЗ серий 46005 и 46018. Активность на этом сегменте долгового рынка была не слишком высокой, большая часть оборота пришлось на доразмещение бумаг Минфином. Объем торгов на вторичном рынке ГКО-ОФЗ за прошедшую неделю составил 13 157,85 млн. рублей (с учетом доразмещения бумаг).

Основными причинами падения курсовой стоимости облигаций федерального займа в конце ноября - начале декабря стал обострившийся в конце прошлого месяца дефицит рублевой ликвидности, практически парализовавший спрос на рублевый долг. Нехватка рублевой ликвидности была обусловлена возросшими ожиданиями роста доллара по отношению к рублю, что существенно снизило привлекательность вложений во все рублевые активы.

Объем средств кредитных организаций на корреспондентских счетах и депозитах в ЦБ РФ 28-29

Объемы торгов негос. рублёвыми облигациями на ММВБ



Кривая доходности ГКО-ОФЗ



ноября не превышал 315 млрд. рублей, а средние ставки на рынке однодневных межбанковских кредитов (MIAСR) в конце ноября не опускались ниже 8,2% годовых. Для удовлетворения спроса банковской системы на рублевые ресурсы Центральному банку РФ приходилось практически каждый торговый день проводить аукционы прямого РЕПО. Объем средств, привлеченных кредитными организациями на аукционах прямого РЕПО 30 ноября, превысил 95 млрд. рублей (средняя ставка заимствований при этом составила 6,2-6,3% годовых).

Активность торгов на протяжении недели была низкой, и только первичные размещения заставили выйти на рынок ряд крупных инвесторов. В ходе трех доразмещений, прошедших 30 ноября Минфин смог привлечь в общей сложности 9,89 млрд. рублей. При этом, средневзвешенная цена ОФЗ-ПД серии 25058 (с погашением в 2008 году) на аукционе составила 100,41% от номинала, что соответствует доходности 6,26% годовых. Объем размещения был на уровне 4,629 млрд. рублей по номиналу при спросе 7,507 млрд. рублей (на аукцион выставлялись бумаги на сумму 6 млрд. рублей по номиналу).

Средневзвешенная цена ОФЗ-ПД 25057 (с погашением в 2010 году) составила на аукционе 103,39% от номинала (доходность - 6,62% годовых). Объем размещенных бумаг равнялся 2,545 млрд. рублей по номиналу при спросе 10,857 млрд. рублей и предложении бумаг на 3 млрд. рублей.

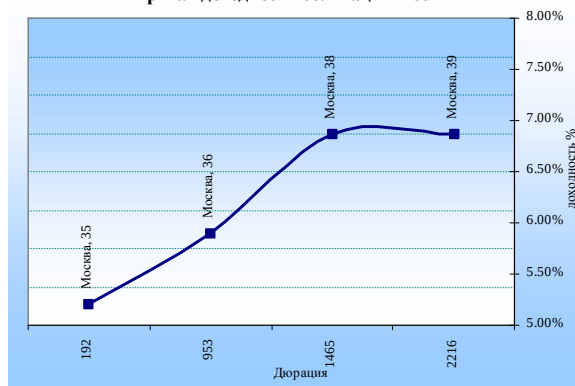
Средневзвешенная цена ОФЗ-АД серии 46017 (с погашением в 2016 году) на аукционе составила 105,43% от номинала, что соответствует доходности 6,96% годовых. Было продано облигаций на общую сумму 2,429 млрд. рублей по номиналу при объеме предложения 4 млрд. рублей и спросе 7,379 млрд. рублей по номиналу.

Как показали торги на этой неделе, спрос на рублевые бумаги может восстановиться под воздействием растущей ликвидности и наметившегося роста суверенного долга. Кроме того, ослабление спекулятивных настроений вокруг доллара также может вернуть активность в сектор рублевого госдолга.

Субфедеральные и муниципальные облигации

На вторичном рынке субфедеральных и муниципальных облигаций, как и по корпоративным облигациям, происходило снижение котировок бумаг. Объем торгов на этом сегменте рынка рублевых облигаций за прошедшую неделю заметно снизился по сравнению с предыдущей и составил 1 683,45 млн. рублей (без учета торгов в режиме переговорных сделок и сделок РЕПО). Лидером по обороту за неделю в основном режиме торгов стал тридцать второй выпуск облигаций Москвы (396,07 млн. рублей). Далее расположились тридцать шестой выпуск облигаций Москвы и пятый выпуск облигаций Московской области, оборот по которым составил 247,46 млн. рублей и 173,92 млн. рублей соответственно.

Кривая доходности облигаций Москвы



Корпоративные облигации

На вторичном рынке корпоративных облигаций в течение недели наблюдалось снижение котировок бумаг. Индекс корпоративных облигаций ММВБ RCBI за неделю упал на 0,32% и остановился на значении 101,72. Среди облигаций первого "эшелона" лучше рынка выглядели бумаги «Газпром-5», цена которых за неделю не изменилась. Лучшую динамику котировок продолжали демонстрировать бумаги второго и третьего "эшелонов". Объем торгов корпоративными облигациями на ММВБ за прошедшую неделю незначительно снизился по сравнению с предыдущей и составил 3 466,22 млн. рублей (без учета торгов в режиме переговорных сделок и сделок РЕПО). Наиболее значительный оборот наблюдался в среду, когда объем торгов составил 986,85 млн. рублей. Объем по сделкам РЕПО по негосударственным рублёвым облигациям составил за неделю 17 696,72 млн. рублей, объем торгов в режиме переговорных сделок - 22 657,24 млн. рублей.

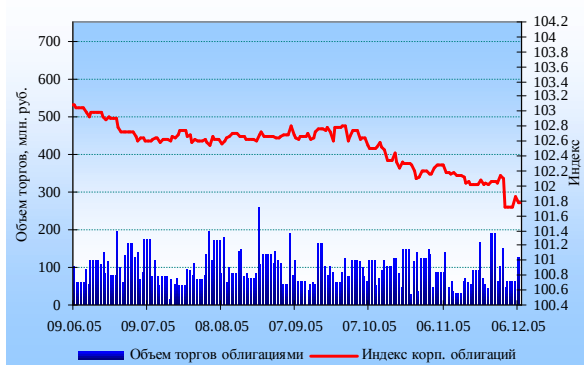
Лидером среди корпоративных облигаций по объёму торгов за неделю в основном режиме стал второй выпуск облигаций «ГТ-ТЭЦ Энерго», оборот по которому составил 189,99 млн. рублей. Цена бумаги за неделю снизилась на 0,22% до 102,17% от номинала. Эффективная доходность бумаги к оферте через 10,5 месяцев выросла до 9,61%.

Второе место по обороту заняли облигации «Центртелекома» четвертой серии. По этой бумаге было совершено сделок на сумму 140,2 млн. рублей. Цена долгового инструмента за неделю уменьшилась на 0,74% до 116,53% от номинала, а доходность бумаги к погашению увеличилась до 8,71%.

Третьим по объёму торгов стал шестой выпуск облигаций «Газпрома». Объем торгов по бумаге за неделю составил 137,1 млн. рублей. Цена этой облигации за неделю снизилась на 0,28% до 99,91% от номинальной стоимости. Доходность инструмента к погашению выросла до 7,09%.

Лидером роста котировок за неделю среди достаточно ликвидных облигаций стали бумаги «Волгателекома» (+3,19%). Наиболее сильно снизилась цена облигаций ВБД ПП (-0,95%).

Динамика индекса корпоративных облигаций ММВБ



Прошедшие размещения:

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

29 ноября на ММВБ состоялось размещение второго выпуска облигаций ООО "МаирИнвест". Общий объем выпуска составляет 1 млрд. рублей. Срок обращения облигаций – 2 года, длительность каждого купонного периода – 182 дня. По облигациям предусмотрена годовая оферта. По итогам конкурса ставка первого купона была установлена в размере 10,9% годовых. Ставка второго купона равна ставке первого. Эффективная доходность облигаций к оферте через год составила 11,2% годовых. Выпуск размещен полностью в ходе конкурса. Организатором и андеррайтером выпуска является ОАО «Промышленно-строительный банк».

1 декабря прошло размещение облигаций Тверской области (гос. номер RU25003TVE0). Общий объем выпуска составляет 800 млн. рублей. Срок обращения - 3 года. Облигации размещались по цене 100% от номинала. По бумаге выплачиваются 12 купонов. Ставка первого купона определялась на конкурсе, ставки остальных купонов равны ставке первого купона.

В ходе аукциона ставка первого купона была определена на уровне 7,95% годовых, что соответствует ставке эффективной доходности к погашению в размере 8,19 % годовых.

Организатор выпуска - ОАО АКБ «РОСБАНК».

2 декабря на ММВБ состоялось размещение третьего выпуска облигаций ООО «РОСИНТЕР РЕСТОРАНТС». Общий объем выпуска - 1 млрд. рублей. Номинальная стоимость одной облигации – 1000 рублей. Купоны выплачиваются раз в полгода. Ставка первого купона определялась на конкурсе в первый день размещения облигаций. Ставка 2 купона равна ставке первого купона. Ставки последующих купонов устанавливаются Эмитентом. Облигации размещались по цене 100% от номинальной стоимости. По итогам конкурса, проводившегося на ММВБ, процентная ставка первого купона по третьему выпуску облигаций ООО «РОСИНТЕР РЕСТОРАНТС» составила 11% годовых. Доходность к годовой оферте составила 11,3% годовых.

По итогам проводившегося конкурса выпуск облигаций размещен в полном объеме.

Поручитель – ОАО «РОСИНТЕР РЕСТОРАНТС ХОЛДИНГ»

Организатором выпуска выступает «Альфа Банк».

Предстоящие размещения

На этой неделе **в понедельник** состоялось размещение облигаций Республики Коми (выпуск 35008) на 1 млрд. руб.

Во вторник прошли первичные размещения облигаций на общую сумму 12,35 млрд. рублей. Самые крупные выпуски ценных бумаг инвесторам предложат ОАО "Волгателеком" (ПТС: NNSI) 2-й и 3-й серий общим объемом 5,3 млрд. рублей и ОАО "Агентство по ипотечному жилищному кредитованию" (АИЖК) 5-го и 6-го выпусков на 4,7 млрд. рублей. Кроме того, на рынок вышли облигации "Волшебный край-1" на 500 млн. руб., «Белгранкорм-1» объемом 700 млн. руб. и «Центральный детский мир-1» объемом 1,15 млрд. руб.

В среду состоялось размещение «Санвей-груп» на сумму 1 млрд. руб., а также «Марта-Финанс» также на 1 млрд. руб.

В четверг будут размещаться облигации Иркутской области 31002 на сумму 900 млн. руб.



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 ценными 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».

