



# РЫНОК ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ

## ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР

31.10.2005 – 07.11.2005

### **В обзоре:**

#### **ОСНОВНЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА 2**

#### **МИРОВОЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК 2**

US TREASURIES 2

EMERGING MARKETS 6

#### **РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ 9**

СУВЕРЕННЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ 9

КОРПОРАТИВНЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ 11

#### **РОССИЙСКИЕ РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ 11**

ГКО-ОФЗ-ОБР 12

СУБФЕДЕРАЛЬНЫЕ И МУНИЦИПАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ 13

КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ 13

#### **ПРОШЕДШИЕ РАЗМЕЩЕНИЯ 14**

#### **ПРЕДСТОЯЩИЕ РАЗМЕЩЕНИЯ 14**

#### **Основные события:**

- Базовая ставка поднята на 0.25% до 4%, ожидаются дальнейшие повышения
- Приемником Алана Гринспена на посту главы ФРС назначен Бен Бернанке – ярый борец с инфляцией
- Ставка в Европе осталась прежней – 2%, однако, ЕЦБ готов ее поднять при проявлении вторичных признаков инфляции
- Гринспен: Экономика США развивается стабильно, однако существует вероятность роста инфляционного давления в будущем
- EMVI+ оставался на прошлой неделе в пределах 250-255 б.п., спрэд к России-30 в пределах 120 б.п.
- На внешний рынок вышли «Открытые инвестиции» и «Евразхолдинг»
- Лидеры рынка: Облигации Москвы и Нижнекамскнефтехим-4 (+0,75%)

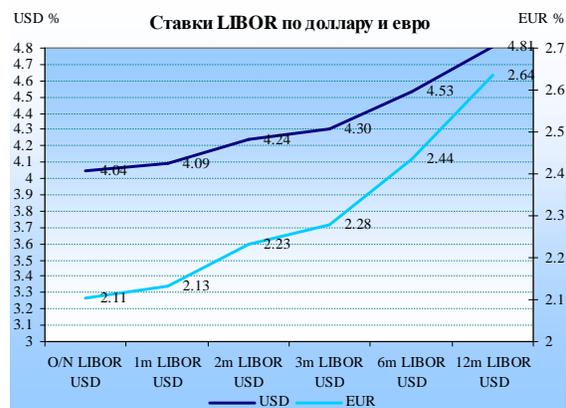


## Основные индикаторы рынка

курсы ЦБ РФ	на	курс	+-
USD	08.11	28.7593	0.2049
EURO	08.11	33.9417	-0.4921

индикатор	значение	изм.%	время
SPI	1 222,81	0.22	08.11 00:04
DJI	10 586,23	0.53	08.11 00:02
NQE	2 178,24	0.41	08.11 00:59
NKS	14 039,20	-0.16	08.11 05:53
DAX30	5 024,20	0.26	07.11 19:45
FTO	5 460,80	0.69	07.11 19:35

индикатор	значение	изм.%	время
RTSI	965.13	-0.67	08.11 11:56
RTX	1 459,45	-1.4	08.11 11:55
MCXINDCF	873.68	-0.77	08.11 11:56
RCBI	102.17	-0.01	08.11 11:13



## Мировой долговой рынок

Общая тенденция на мировых рынках сводится к тому, что доходности по treasuries будут расти на фоне сохраняющегося инфляционного давления. При этом, не совсем понятна динамика еврооблигаций развивающихся рынков, которые продемонстрировали рост, на фоне совокупности факторов, указывающих на то, что долговые рынки будут падать. Возможно, короткие спекулятивные деньги и неуверенность инвесторов в отношении дальнейшего роста фондового рынка США, стали причиной этого всплеска популярности долгов emerging markets. В пользу этого говорит и характер покупок: наибольшей популярностью пользовались еврооблигации стран с инвестиционным рейтингом, поэтому вполне вероятно, что игроки, выводя свои средства из казначейских бумаг, на время решили вложить их в рисковый сегмент рынка в ожидании рывка на американском фондовом рынке. Сроки, на которые может затянуться эта тенденция, неопределенны, однако, ясно, что фиксация прибыли в конце года приведет к массовым продажам рискованных активов, что неблагоприятно отразится на конъюнктуре сегмента emerging markets в ближайшие месяцы.

Кривая доходности по US Treasuries



### US treasuries

Для рынка базовых активов определяющими событиями стали заседания Комиссии по открытым рынкам США (FOMC) и комиссии по ставкам ЕЦБ, которые прошли во вторник и четверг соответственно. Решения, принятые американскими и европейскими денежными властями, были ожидаемы: ФРС повысила ставку на очередные 0.25% до 4%, ставки же в Европе остались неизменными. Несмотря на то, что повышение базовой ставки ФРС было ожидаемо, общая уверенность рынка в том, что цикл повышений продолжится, сохранилась. Это связано и с репутацией будущего главы ФРС Бернанке, известного как яркого борца с инфляцией, и с убедительными



данными по темпам экономического роста в США, и с общим настроем инвесторов на ставку 4.75%.

Дополнительно росту доходностей по treasuries способствовал общий позитивный тон выступления Гринспена перед конгрессом. Несмотря на то, что глава ФРС не сказал ничего нового, он еще раз дал понять, что экономика США развивается стабильными темпами и инфляция находится в допустимых пределах, однако, он отметил, что в дальнейшем давление с ее стороны на экономику может только усилиться. Рост ценовых составляющих, публикуемых индексов ISM, как производственного, так и сервисного, вместе с выросшей почасовой оплатой труда США, все же позволяют говорить о том, что опасность роста базового индекса инфляции в Америке существует, и ФРС продолжит наносить превентивные удары по инфляции в виде очередных повышений. Сейчас, уровни доходности по десятилетним treasuries в районе 4.7% годовых, в целом, выглядят оправданными, учитывая, что рынок убежден в декабрьском повышении базовой ставки до 4.25% годовых. Однако, по мере того, как инвесторы будут убеждаться в том, что ставки в первом квартале 2006 г. могут достичь уровня 4.75% годовых, рост доходности по treasuries может возобновиться с новой силой. В данном контексте перспективы притока капитала в долговой сектор США растут по мере того, как ставки в Европе и Англии остаются неизменными.

Среди факторов, которые хоть как-то могут приостановить отток капитала из государственного долгового сегмента американского рынка, стоит выделить следующие:

- существенное снижение инфляционных опасений, что маловероятно, поскольку цены на нефть остаются высокими;
- повышение ставки ЕЦБ и Банком Японии, а это снизит текущий разрыв в ставках в США и Европе, не говоря уже и о Японии;
- резкое снижение экономических показателей США, замедление темпов роста экономики, что опять же маловероятно в силу того, что экономика США достаточно легко смогла преодолеть последствия ураганов и высоких цен на энергоресурсы, показав существенный рост в третьем квартале этого года.

Таким образом, все сводится к тому, что доходности treasuries будут расти в течение ближайшего полугодия, при условии, что ФРС не остановится на достигнутом и доведет базовую ставку до 4.75%. Вместе в тем, позитивный экономический фон уже в ближайшее время начнет привлекать инвесторов к вложениям в фондовый рынок, который уже показывает стремление к росту, что дополнительно будет способствовать оттоку средств из американских базовых активов.

#### **Понедельник. 31 ноября.**

Доходности по американским казначейским бумагам росли на фоне всеобщих ожиданий того, что ФРС поднимет ставку на предстоящем заседании. Положительный новостной фон и публикация данных по

Динамика изменения проц. ставок по US treasuries



темпам роста экономики США в третьем квартале (рост 3.8%), позволили говорить о том, что дальнейшие повышения ставки оправданы, и ФРС не отступит от своей политики. Дополнительный стимул к росту treasuries в понедельник придали данные по расходам населения США, которые в сентябре увеличились на 0.5%, что повысило опасения относительно роста инфляции. На этом фоне доходности по десятилетним treasuries прочно закрепились у отметки 4.55% годовых.

**Вторник. 1 ноября.**

Заседание FOMC не принесло сюрпризов для рынка: ставка по федеральным фондам была повышена 12-й раз подряд до 4.0%, а текст заявления Гринспена практически не изменился, - ужесточение денежной политики продолжится во «взвешенном режиме». На этом фоне доходность UST мало не изменилась, хотя короткий конец отставал от длинных бумаг. Экономическая ситуация в США остается благоприятной, что в очередной раз продемонстрировала статистика: индекс ISM в сфере промышленности за октябрь оказался выше ожиданий (59.1 против 57 пунктов). Вместе с тем, стоит выделить рост компонента оплаченных цен, что добавляет беспокойства в отношении инфляции. Доходности по десятилетним treasuries выросли до 4.57% годовых.

**Среда. 2 ноября.**

После того, как решение о повышении ставки было принято, а из текста заявления Гринспена стало ясно, что ставки повысят и на декабрьском заседании ФРС, рынок стал смотреть в будущее, а именно на то, как изменится политика ФРС с приходом нового главы – Бена Бернанке, который известен как ярый борец с инфляцией. В целом аналитики приходят к мнению, что Бернанке, как сторонник прозрачной денежной политики, обозначит целевые значения базовой ставки, которые, по их мнению, составят 4.75%. На этом фоне доходность по десятилетним казначейским бумагам выросла к концу дня до 4.60% годовых.

Другим важным фактором для рынка стали выходящие статданные по экономике США, в частности, рост доходностей по казначейским облигациям был частично поддержан ожиданиями роста инфляционной составляющей индекса ISM и заводских заказов, которые будут опубликованы в четверг.

Также дополнительный негативный фон создавало заявление о выпуске облигаций на \$44 млрд. на следующей неделе (около 65% сосредоточено в 3-5-летнем секторе), что усилило продажи участников ипотечного рынка, хотя короткий конец показал небольшое восстановление, спред к длинным бумагам вернулся к 17 б.п.

**Четверг. 3 ноября.**

В четверг основным событием стало заседание комиссии по ставкам ЕЦБ, на котором, как и ожидалось, было принято решение ставки не поднимать. Вместе с тем, несмотря на решимость денежных властей повысить ставку, ими продолжают делаться оговорки относительно того, что ее текущие минимальные уровни пока



приемлемы, поскольку инфляция еще не затронула заработную плату и базовые инфляционные показатели. Вместе с тем, фьючерсы указывают на высокую вероятность повышения ставки уже в декабре после более двух лет сохранения ставки на уровне 2%, тогда сужение дифференциала между ставками может привести к некоторому росту котировок treasuries.

Вместе с тем, более сильные данные по заводским заказам и индексу ISM в сфере услуг еще больше убедили рынок в том, что стабильный рост экономики США позволит ФРС продолжать использовать рост ставок в борьбе с инфляцией. Кроме того, ценовая составляющая ISM также выросла, добавив опасений в отношении инфляционной угрозы, на фоне чего доходность по десятилетним treasuries выросла еще на 4 б.п., до 4.64% годовых.

**Пятница. 4 ноября.**

Доходность по US treasuries лишь на время была приостановлена более слабыми данными по занятости США за октябрь (количество рабочих мест выросло на 56 тыс. против ожиданий 120 тыс. человек), поскольку инвесторы обратили внимание на увеличение часовой оплаты на 0.5%, что снова вернуло на первое место инфляционные опасения. Кроме того, их опасения были подтверждены выступлением Гринспена перед конгрессом, в котором глава ФРС отметил, что при общем благоприятном экономическом фоне и умеренной инфляции существует угроза усиления ее давления на американскую экономику. В условиях достаточной неопределенности в отношении предельных значений ставок и курса будущего председателя Резерва, рынок активно продавал казначейские бумаги. В результате «нервных» торгов доходность индикативных 10Y UST закрылась вблизи 4.667%.

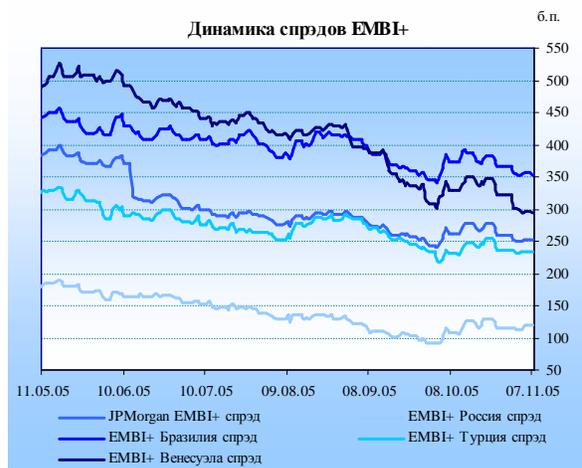
В ближайшие дни существенных статданных по США выходить не будет, поэтому в первой половине недели вполне возможна коррекция, особенно учитывая уровни, достигнутые доходностями treasuries. Изменение ситуации и дальнейший рост ставок по казначейским бумагам вероятен во второй половине недели, когда будут опубликованы данные по потребительским настроениям и торговому балансу США.



### Emerging markets

Долги стран с развивающейся экономикой на прошлой неделе росли. Судя по всему, наше предположение о том, что, выводя средства из американских казначейских облигаций, инвесторы облюбовали emerging markets в качестве временного пристанища капитала, оправдываются. В принципе, подобные вложения оправданы, поскольку рост базовой ставки будет еще продолжаться неопределенное время, при этом вполне вероятно, что с приходом нового главы он не остановится и достигнет уровней 4.75%, при этом доходности по treasuries должны будут вырасти до 5-5.25% годовых. На фоне всеобщего ожидания дальнейшего снижения котировок treasuries вложения в них смотрятся не привлекательными, и такая ситуация будет сохраняться на рынке вплоть до того момента, когда станут известны предельные уровни базовой ставки. Пока же у инвесторов еще есть время до конца года, для того чтобы дать толчок к разгону рискованного сегмента, однако, качество вложений существенно изменилось. Еврооблигации развивающихся стран приносят большую доходность, нежели treasuries, и в условиях, когда еще не известно насколько рост американской экономики будет способствовать подъему ее фондового рынка останутся достаточно востребованными вложениями. С другой стороны к концу года может начаться массовая фиксация прибыли, и рынок вполне может переориентироваться либо на вложения в инструменты американского фондового рынка, либо, при условии того, что вероятность повышения ставки ФРС существенно снизится, в казначейские бумаги, однако, последнее остается маловероятным. Важным фактором остается и фиксируемый отчетом emerging markets portfolio research отток капитала с развивающихся рынков. Пока это явление еще не приобрело массовости, однако, по мере приближения конца года и роста уверенности инвесторов в экономике США, ситуация для emerging markets может обернуться неудачно.

Решение FOMC и ЕЦБ в отношении ставок, равно как и рост доходностей по US treasuries будет оказывать достаточно благотворное влияние на бумаги emerging markets, особенно если учесть тот факт, что экономическая ситуация в странах-лидерах тому благоприятствует. Здесь можно выделить и повышение рейтингов России, Бразилии и Китая, и экономические и политические данные стран в целом. Также притоку иностранных инвестиций в еврооблигации ряда стран emerging markets оказывает смягчение денежной политики. До декабря, по всей видимости, инвестиционный сектор emerging markets сумеет избежать существенного падения, однако, близость динамики еврооблигаций стран данного сектора к американским treasuries заставит их снизиться. Между тем, стоит также отметить сохраняющийся спрос на высокодоходные еврооблигации, таких стран, как Венесуэла, Колумбия, Эквадор и Филиппины, однако, в данном случае на лицо спекулятивный интерес инвесторов, которые в ожидании каких либо важных



событий в Америке, либо в Европе предпочитают краткосрочные вложения в данные волатильные облигации.

Что касается макроэкономической ситуации в emerging markets, то в целом она остается благоприятной. Как сообщается в отчете МВФ, темпы экономического развития стран emerging существенно превышают американский и европейский, что дает основания надеяться на достаточно бурный рост их рынка ценных бумаг. Хотя последнее утверждение очень относительно, поскольку бумаги стран с развивающейся экономикой остаются очень уязвимыми перед внешними факторами иотягощены политическими и экономическими рисками.

Интересная точка зрения в отношении долгов emerging markets была изложена в статье The Wall Street Journal, посвященной проблеме инвестиций в emerging markets. В ней говорится, что на фоне низкой доходности фондового рынка государств с развивающейся экономикой существует вероятность, что инвестор получит выгоду от инвестиций в облигации и акции этих стран, в то время, как все другие инвестиции не принесут дохода.

**В понедельник, 31 октября,** на фоне ожиданий комментариев Гринспена по поводу очередного повышения ставки, инвесторы продолжили увеличивать свои позиции в еврооблигациях стран с развивающейся экономикой. Дополнительный импульс к росту был придан евробондам Аргентины пятничные новости, о том, что правительство страны готово к началу переговоров с Международным валютным фондом (МВФ) о заключении нового кредитного договора. В результате спрэд ЕМВІ+ составил в понедельник 253 б.п. Еврооблигации Бразилии с погашением в 2040 году подорожали на 0,46% и превысили психологическую отметку 120%, что привело к падению их доходности до 9,093% с 9,137% годовых накануне. Причиной этому росту послужило известие о сокращении соотношения бразильского долга к ВВП страны в сентябре, которое произошло впервые за четыре месяца, что, соответственно, привело к укреплению реала и уменьшению задолженностей в иностранной валюте. Коэффициент отношения долга страны к ВВП, который является основным показателем кредитоспособности Бразилии, снизился в сентябре до 51,4% с пересмотренных августовских 51,8%.

Вместе с тем, в понедельник было отмечено увеличение доходности десятилетних евробондов Польши, которое стало максимальным за два года на фоне попыток двух главных партий страны сформировать коалиционное правительство.

**Во вторник, 1 ноября,** стоимость государственных еврооблигаций стран категории emerging markets увеличилась. После того, как ставка ФРС была повышена и Гринспен подтвердил ожидания рынка относительно дальнейшего повышения ставки умеренными темпами, покупки долга стран emerging markets возобновились, позволив тем самым спрэду ЕМВІ+ сузиться до 251 б.п.

**В среду, 2 ноября,** стоимость государственных



еврооблигаций основных стран с развивающейся экономикой снова начала уменьшаться вслед за понижением на рынке казначейских обязательств США, которому способствовал позитивный настрой инвесторов в отношении предстоящей публикации индексов ISM в секторе услуг и non-farm payrolls. В ожидании важных публикаций, равно как и заседания комиссии ЕЦБ по ставкам, рынок еврооблигаций стран с развивающейся экономикой взял паузу, что и позволило незначительным продажам продавить его вниз. Дополнительно на снижении активности торгов в сегменте emerging markets повлияли праздники в Бразилии и начавшееся празднование окончания священного месяца Рамадан в Турции.

В абсолютном выражении в среду котировки большинства еврооблигаций снизились на фоне роста доходности UST, однако, о распродажах говорить пока не приходится, спрэд индекса EMBI+ сократился на 1 б.п. до 250 б.п., отражая сохраняющийся аппетит на риск. Более сильную динамику (закрылись в плюсе) показали высокодоходные долги, такие как Эквадор, Филиппины, Венесуэла, Панама.

В инвестиционном секторе слабопонижительная динамика. Исключением с начала октября остаются мексиканские долги, которые демонстрируют высокую волатильность. Здесь слишком много противоборствующих сил: неопределенность экономического роста в США и политическая неопределенность по мере приближения к президентским выборам в июле 2006 года.

**В четверг, 3 ноября**, основным событием дня стало заседание ЕЦБ, на котором было решено оставить ставки на прежнем минимальном уровне. Несмотря на то, что рынок фьючерсов уже заложил повышение ставки ЕЦБ на следующем заседании в декабре, многие сомневаются, в том, что европейские власти пойдут на ужесточение денежной политики в этом году, тем более, что явных признаков инфляционного давления, в том числе роста оплаты труда, пока не отмечено. На этом фоне доходности по treasuries продолжили свой рост, равно как и доходности еврооблигаций emerging markets, хотя последние выросли незначительно, что позволило спрэду EMBI+ остаться на уровне 250 б.п.

**В пятницу, 4 ноября**, в секторе emerging markets лишь бразильские еврооблигации сумели противостоять понижительным настроениям за счет ожиданий новых суверенных займов в этом году (в целях рефинансирования), хотя индикативные бумаги 2040 года закрылись ниже психологического уровня 120%. Рост цен на нефть удержал долги Венесуэлы от падения. В пятницу спрэд индекса EMBI+ расширился всего на 3 б.п. до 253 б.п..

Рассматривая краткосрочные перспективы emerging markets, стоит отметить уязвимую позицию еврооблигаций с инвестиционным рейтингом (Россия, Мексика, ЮАР, Чили и Турция, последняя из-за роста напряженности во Франции). Низкий спрэд по



доходности бумаг этих стран к treasuries при возобновлении продаж может привести к снижению котировок этих облигаций, в то же время общий положительный новостной фон и недавнее повышения рейтингов некоторым из этих стран будет пока удерживать их на плаву.

В случае резкого risk-aversion (при росте доходности 10Y UST до 4.70-4.75%) продажам подвергнутся наиболее доходные кредиты – Колумбия, Филиппины, Венесуэла, Эквадор, Уругвая.

Рассматривая среднесрочные перспективы emerging markets, думается, что в случае роста фондового рынка США, инвесторы предпочтут рисковому сектору вложения в растущие акции американских корпораций, тем более что сигналы к этому уже есть. Квартальная отчетность компаний фиксирует увеличение прибылей и рост продаж.

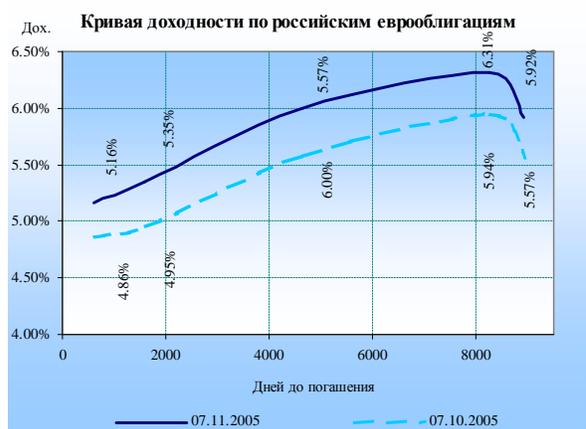
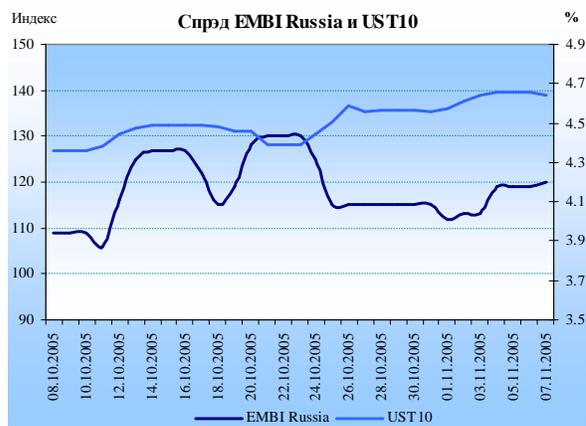
## Российские еврооблигации

### Суверенные еврооблигации

Факт повышения кредитного рейтинга России агентством Moody's продолжил оказывать позитивное влияние на emerging markets. Кроме того, интерес инвесторов к развивающимся рынкам на фоне неопределенности ситуации с предельными значениями ставок в США и Европе продолжил оказывать поддержку Российскому суверенному долгу, который в последнее время стал «тихой гаванью» emerging markets. Позитив российским еврооблигациям на прошедшей недели добавил президент России Владимир Путин, который заявил на встрече с представителями нидерландских деловых кругов в Амстердаме, что в 2005 году Россия безболезненно прошла пик платежей по внешней задолженности. «В январе было произведено досрочное погашение остатка долга перед МВФ, а в июле-августе - также досрочное погашение части долга Парижскому клубу кредиторов", - сказал российский президент.

В настоящий момент долг России выглядит наиболее перспективно, по сравнению с еврооблигациями других стран развивающихся стран. Индекс EMBI+ Russia с начала года увеличился на 10,9%, в то время как увеличение за этот же период бразильского индекса EMBI+ Brazil составило 7%. С начала года спрэд госбумаг к казначейским обязательствам США (индекс EMBI+ Russia Spread) сузился на 99 базисных пунктов. Однако, столь позитивная картина была испорчена стремительным падением котировок российских еврооблигаций на фоне фиксации прибыли в первой половине октября, что, в результате, привело к снижению EMBI+ Russia на 2,7%, что является наихудшим показателем среди индексов развивающихся рынков - Бразилии, Мексики и Турции.

**В понедельник, 31 октября**, приток средств в российский сегмент рынка способствовал росту котировок. Цена наиболее ликвидного выпуска евробондов России с погашением в 2030 году составила 110,879% от номинала, что на 0,2% выше среднего уровня, сформировавшегося к этому времени в пятницу. Доходность снизилась на 0,01%



до 5,72% годовых. Спрэд между доходностью «России-30» и десятилетних US Treasuries к вечеру сузился на 4,5 пункта - до 113,5 пункта.

**Во вторник, 1 ноября**, на внешнем долговом рынке РФ сохранилась невысокая активность торгов в ожидании решения Федеральной резервной системы (ФРС) США о величине базовой ставки. К вечеру средняя рыночная цена наиболее ликвидного выпуска евробондов с погашением в 2030 году составила 111,324% от номинала, что на 0,4% выше среднего уровня, сформировавшегося к этому времени днем ранее. Доходность снизилась на 0,01% до 5,71% годовых. К вечеру спрэд между доходностями "России-30" и десятилетних US Treasuries сузился на 0,5 базисного пункта до 113 базисных пунктов.

**В среду, 2 ноября**, повторяя динамику emerging markets, котировки российских еврооблигаций снизились. Средняя рыночная цена «России-30» к вечеру составила 111,051% от номинала, что на 0,25% ниже среднего уровня, сформировавшегося к этому времени днем ранее. Доходность выросла на 4 базисных пункта до 5,75% годовых. Вместе с тем, падение на доходности американском рынке было более существенным на фоне окрепшей уверенности игроков в продолжении текущей денежной политики США и в следующем году. К вечеру спрэд между доходностями "России-30" и десятилетних US Treasuries сузился на 1 базисный пункт до 112 базисных пунктов.

**В четверг, 3 ноября**, на фоне низкой активности торгов суверенные еврооблигации России продолжили снижаться, при этом спрэды к казначейским обязательствам США остались, практически, без изменений. К вечеру средняя рыночная цена наиболее ликвидного выпуска евробондов РФ с погашением в 2030 году составила 110,94% от номинала, что на 0,1% ниже среднего уровня, сформировавшегося к этому времени днем ранее. Доходность выросла на 4 базисных пункта до 5,79% годовых. Спрэд между доходностью «России-30» и десятилетних US Treasuries расширился на 3 базисных пункта, достигнув 115 базисных пунктов.

**В пятницу, 4 ноября**, в виду праздника в РФ торги суверенными бондами РФ проводились только нерезидентами, поэтому активность была слабой, и котировки оставались на прежних уровнях.

В целом, ситуация с российскими еврооблигациями остается напряженной и во многом диктуется извне. Несмотря на временный приток средств, очевидно на время выведенных из treasuries, котировки российского долга, равно как и долга других стран emerging markets, уже в обозримом будущем могут начать свое падение. Это объясняется тем, что российские облигации, в большей степени, будут подвержены оттоку капитала в пользу растущего фондового рынка США. Однако, пока говорить о подобном движении капитала преждевременно, поэтому в ближайшие недели, скорее всего, на рынке сохранится слабопонижительная тенденция.



### Корпоративные еврооблигации

В целом, корпоративные еврооблигации снизились по итогам прошедшей недели. Тот импульс, который был дан котировкам суверенного долга, не нашел должного отражения в корпоративном секторе. Стоит выделить котировки банков, которые продолжили демонстрировать относительное лидерство после отставания в течение большей части года. Кроме того, ситуацию в банковском секторе может существенно улучшить повышение рейтинга 9 банкам со стороны S&P.

Лидер прошлых недель, «Газпром», как один из наиболее ярких брэндов российской экономики, испытал существенное падение котировок. Особенно сильно упали длинные выпуски еврооблигаций газового гиганта: за неделю котировки «Газпром-34» снизились на 2.38%, что стало самым большим падением среди других корпоративных заимствований. Следом за ним стоят бумаги «Северсталь-14» (-2.42%) и длинный выпуск ВТБ (-1.8%). В целом, стоит отметить, что фиксация прибыли прошла по наиболее сильным именам в секторе, что можно связать с продажами российских корпоративных долгов иностранными инвесторами.

На первичном рынке прошло два размещения: CLN «Открытых инвестиций», доходность по которым оказалась по середине ожидаемого диапазона – 9.125%., а также «Евразхолдинг» занял рекордные \$750 млн. на 10 лет всего под 8.5%. Стоит отметить, что удачное размещение «Евраза» не спасло долговые бумаги металлургических компаний от снижения.

Из ожидаемых размещений стоит выделить «Иркут» и ВТБ:

- Корпорация «Иркут» заявила о своих планах выпуска 3-х летних CLN в конце ноября по ставкам 7.5-8.0%, что будет очень сложно на сегодняшнем рынке.
- ВТБ после повышения рейтинга на три ступени также не отрицает возможности выхода на внешний долговой рынок. Долгосрочный рейтинг ВТБ по депозитам в иностранной валюте был повышен до "Baa2" с "Ba1", краткосрочный - до "Prime-2" с "Not Prime", рейтинг по всем обязательствам в иностранной валюте, выпущенным «VTB Capital S.A.», - до "A2" с "Baa2"; рейтинг нот участия в субординированном кредите - до "A3" с "Baa2". По оценкам ВТБ, повышение рейтинга на одну ступень в рамках инвестиционного уровня может дать снижение стоимости заимствований для эмитента на 10-20 базисных пунктов. Таким образом, дисконт ВТБ на первичном рынке может составить по отношению к обращающимся уже выпускам около 30-60 б.п.

### Российские рублевые облигации

На прошедшей неделе на рынок рублевых облигаций влияли в основном негативные факторы. Продолжала оставаться напряженной ситуация с рублевой ликвидностью. Средняя величина остатков на корсчетах и

Место (на прошлой неделе)	Пятерка лидеров по абсолютному изменению за неделю	
1(47)	Вымпелком-09	0.09%
2(27)	Альфабанк-6	0.06%
3(31)	Сибнефть-07	0.03%
4(30)	ЕвразХолдинг-06	0.02%
5(49)	Росбанк-7	0.00%



депозитах коммерческих банков за неделю составила 325,2 млрд. рублей против 371,1 млрд. рублей неделей ранее. Процентные ставки на рынке межбанковского кредитования находились на высоком уровне, особенно в начале недели. Продолжился рост доходностей российских еврооблигаций, спрэд по доходности «России-30» к десятилетним американским государственным облигациям уменьшился и составил 118 пунктов. Небольшого негатива добавила и ситуация на валютном рынке. По итогам недели доллар вырос по отношению к рублю на 0,355%.

### 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 серий 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.

На прошлой неделе ОФЗ подорожали вслед за некоторым улучшением ситуации с рублевой ликвидностью в банковской системе, а также на фоне роста суверенного долга России на внешнем рынке.

Приток рублевых средств способствовал снижению напряженности на денежном рынке, что привело к снижению ставок однодневных кредитов с 10% до 3% годовых. Стоит отметить также выплаты Минфином третьего купона ОФЗ-ПД серии 25058 (с погашением в 2008 году), осуществленные 2 ноября, на сумму 0,5 млрд. рублей, которые были реинвестированы крупными игроками в госбумаги, что также способствовало росту их котировок. Кроме того, некоторые участники покупали ОФЗ, рассчитывая получить накопленный купонный доход за длинные выходные.

В результате повышения стоимости гособлигаций, средневзвешенная ставка рынка ОФЗ-АД и ОФЗ-ФД за четыре рабочих дня, с 31 октября по 3 ноября, снизилась на 21 базисный пункт до 6,58% годовых. Всего за этот период оборот в секторе ОФЗ составил около 2,877 млрд. рублей.

На этой неделе цены рублевых госбумаг изменяются незначительно на фоне низкой активности участников, что связано с переключением внимания инвесторов на демонстрирующий рост доллар, а также с все еще не восстановившейся рублевой ликвидностью. Как и раньше, довольно непривлекательный уровень доходности большинства выпусков Минфина, особенно на фоне роста инфляционных ожиданий, не будет способствовать увеличению активности в данном сегменте долгового рынка. Отсутствие событий на первичном рынке также не будет способствовать активным торгам.

Вместе с этим определенную поддержку рынку окажет



улучшение ситуации с рублевой ликвидностью банковского сектора, а также выплата Минфином третьего купона ОФЗ-ПД серии 26198 (с погашением в конце 2012 года) на довольно крупную сумму - более 2,5 млрд. рублей.

### Субфедеральные и муниципальные облигации

На вторичном рынке субфедеральных и муниципальных облигаций, рост котировок бумаг был более сильным, чем по корпоративным бумагам. Наиболее ликвидные бумаги выглядели лучше рынка. Объем торгов на этом сегменте рынка рублевых облигаций за прошедшую неделю составил 2 374,3 млн. рублей (без учета торгов в режиме переговорных сделок и сделок РЕПО). Лидером по обороту за неделю в основном режиме торгов стал пятый выпуск облигаций Московской области (723,2 млн. рублей). Далее расположились четвертый выпуск облигаций Московской области и тридцать девятый выпуск облигаций Москвы, оборот по которым составил 675,77 млн. рублей и 215,58 млн. рублей соответственно.

### Корпоративные облигации

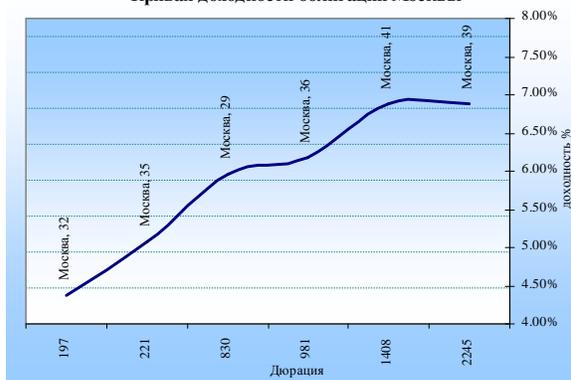
На вторичном рынке корпоративных облигаций в течение недели, несмотря на действие вышеуказанных негативных факторов, наблюдался слабый рост котировок. Индекс корпоративных облигаций ММВБ РСБИ за неделю вырос на 0,07% и остановился на значении 102,27. Изменение котировок почти всех облигаций первого "эшелона" также было положительным. Лучшую динамику котировок продолжали демонстрировать бумаги второго и третьего "эшелонов". Объем торгов корпоративными облигациями на ММВБ за прошедшую неделю вырос по сравнению с предыдущей и составил 3 226,22 млн. рублей (без учета торгов в режиме переговорных сделок и сделок РЕПО). Наиболее значительный оборот наблюдался во вторник, когда объем торгов составил 940,18 млн. рублей. Объем по сделкам РЕПО по негосударственным рублевым облигациям составил за неделю 19 477 млн. рублей, объем торгов в режиме переговорных сделок - 31 882 млн. рублей.

Лидером среди корпоративных облигаций по объему торгов за неделю в основном режиме стал второй выпуск облигаций ФСК «ЕЭС», оборот по которому составил 278,2 млн. рублей. Цена бумаги за неделю выросла на 0,44% до 103,65% от номинала. Эффективная доходность бумаги к погашению уменьшилась до 7,44%.

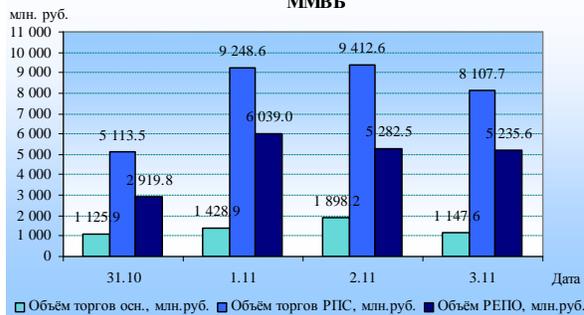
Второе место по обороту занял четвертый выпуск облигаций «Центртелекома». По этой бумаге было совершено сделок на сумму 276,7 млн. рублей. Цена долгового инструмента за неделю увеличилась на 0,51% до 117,35% от номинала, а доходность бумаги к погашению снизилась до 8,54%.

Третьим по объему торгов стал шестой выпуск облигаций «Газпрома». Объем торгов по бумаге за неделю составил 211 млн. рублей. Цена этой облигации за неделю выросла на 0,69% до 100,25% от номинальной стоимости.

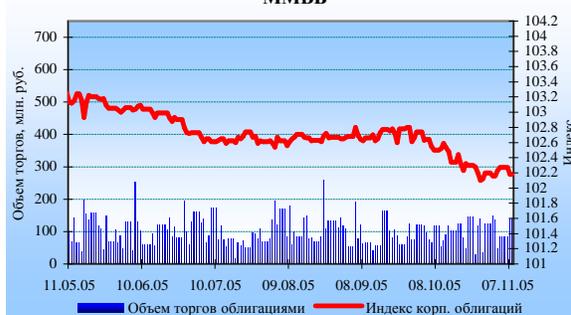
Кривая доходности облигаций Москвы



Объемы торгов негос. рублевыми облигациями на ММВБ



Динамика индекса корпоративных облигаций ММВБ



Доходность инструмента к погашению уменьшилась до 6,99%.

Лидером роста котировок за неделю среди достаточно ликвидных облигаций стали бумаги «НКНХ-4» (+0,75%).

Наиболее сильно снизилась цена шестого выпуска облигаций банка «НОМОС» (-1,3%).

## Прошедшие размещения:

**31 октября** на ММВБ состоялось размещение второго выпуска облигаций «Славинвестбанка». Номинальный объем займа составляет 900 млн. рублей, срок обращения — 1092 дня. Цена размещения - 100% от номинала Облигации имеют шесть полугодовых купонов, ставка первого купона определялась на конкурсе в дату начала размещения облигаций, ставки второго и третьего купонов равны ставке первого купона, остальные купоны определяются решением эмитента. Инвесторы имеют право предъявить облигации к досрочному выкупу в 5-й рабочий день четвертого купонного периода. По итогам конкурса Эмитентом принято решение об установлении ставки первого купона в размере 10% годовых. Эффективная доходность облигаций к 1,5 годовой оферте составляет 10,25% годовых. Выпуск облигаций размещен в полном объеме. Организатором выпуска является Банк «ЗЕНИТ».

**2 ноября** на ММВБ прошло размещение облигаций серии 02 ОАО «Салаватстекло» на сумму 1,2 млрд. рублей. Срок обращения облигаций составляет 1456 дней и состоит из 8 купонных периодов, продолжительностью 182 дня каждый. Ставка купона для первого купонного периода устанавливается на конкурсе по определению процентной ставки в дату начала размещения облигаций. Ставки второго, третьего и четвертого купонов равны ставке первого. Ставка купона для пятого, шестого седьмого и восьмого купонных периодов устанавливаются Эмитентом. По результатам проведения конкурса ставка купона на первый купонный период установлена в размере 9,28% годовых, что соответствует доходности 9,50% годовых к двухлетней оферте. Выпуск размещен в полном объеме в ходе конкурса. Поручительство по займу предоставлено ОАО «Нефтекамское производственное объединение искусственных кож».

Организатором выпуска облигаций выступает ИГ «Атон».

В тот же день на ММВБ состоялось размещение облигаций АКБ «ПРОБИЗНЕСБАНК». Объем эмиссии составляет 1 млрд. руб., срок обращения – 1274 дня. Облигации имеют семь купонных периодов. Ставка первого купона определялась на конкурсе, ставка второго купона равнее ставке первого купона. Ставка третьего и четвертого купонов равна ставке первого купона, минус 1% годовых. Ставка пятого, шестого и седьмого купонов ставке первого купона минус 2% годовых. По выпуску предоставлено поручительство со стороны ООО «Агентство недвижимости «ПРОБИЗНЕС», ООО «Предприятие Торгово-машиностроительной техники», ООО НПЦ «Химпласт», ООО «Теплоэнергосвязь». По итогам конкурса ставка первого купона установлена эмитентом в размере 10,69% годовых. Эффективная доходность к погашению – 11% годовых. Выпуск полностью размещен по итогам конкурса, удовлетворено 53 заявки. АКБ «РОСБАНК» является организатором и андеррайтером выпуска.

**3 ноября** на ММВБ началось размещение облигаций муниципального образования «Клинский район Московской области» со сроком обращения 546 дней объемом 200 000 000 руб. Количество купонов – 6, продолжительностью 91 день каждый. Купонная ставка по всем купонам составляет 12% годовых. Средневзвешенная цена размещения составила 100,34% от номинальной стоимости. По результатам аукциона облигационный заем был полностью размещен. Генеральным агентом по облигационному займу является ЗАО «Внешторгбанк - Розничные услуги».

## Предстоящие размещения

**В среду, 9 ноября**, состоится размещение ОАО "Искитимцемент" 2-го выпуска объемом эмиссии 500 млн. рублей. Ставка первого купона, по мнению организаторов займа «Росбанка» и ИФК «Алемар», может составить 12,3-12,5% годовых.

**В четверг, 10 ноября**, состоятся следующие размещения:

- ОАО «Импэксбанк» предложит свои бумаги на сумму 1,3 млрд. рублей. Справедливая доходность облигационного займа находится на уровне 9-9,25% годовых.
- ООО "РК-Газсетсервис" выпустит облигации 1-й серии объемом эмиссии 1 млрд. рублей.
- Томская область выйдет на рынок с облигациями серии 34026 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](mailto: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 абсолютные 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».

