



ОБЗОР ДОЛГОВОГО РЫНКА

06.02.2006 – 15.02.2006

Февраль 2005

Основные события февраля:

- МинФин США выпустил на рынок на прошлой неделе бумаг на 48 млрд. долл., из которых 27 млрд. приходится на длинные – десятилетние и тридцатилетние выпуски
- На выступлении перед конгрессом Бернанке дал сильную оценку экономики, что стало намеком на дальнейшее повышение ставок, поэтому котировки долговых бумаг на этой неделе будут оставаться под давлением.
- Ко вторнику доходность индикативных десятилетних treasuries выросла до 4.5788% годовых, продажи на коротком конце кривой вывели доходность двухлетних облигаций на уровень 4.67% годовых
- Спрос на высокодоходные еврооблигации сохранился, спрэд EMBI+ остаются на минимальных значениях в 210 п.
- Еврооблигации Бразилии и Аргентины обновили исторические рекорды
- Правительство Бразилии заявило о том, что с начала года оно уже выкупило долги на \$2.3 млрд. и намерено продолжить досрочное погашение внешних долгов на \$16-20 млрд. с погашением от 2010 года, а также облигации Brady
- Спрэд российских еврооблигаций с погашением в 2030 г. к десятилетним treasuries на прошлой неделе остался в диапазоне 111-113 п. ...
- Лидером роста котировок за неделю среди достаточно ликвидных облигаций стали бумаги «Уралвагонзавод-Финанс –1» (+2,84%). Наиболее сильно снизилась цена облигаций «Матрица-Финанс –1» (-1,91%)

Содержание:

МИРОВОЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК 2

РЫНОК США 3
EMERGING MARKETS 6

РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ 8

ГОСУДАРСТВЕННЫЕ
ЕВРООБЛИГАЦИИ 8
КОРПОРАТИВНЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ 9

РОССИЙСКИЕ РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ 10

ГКО-ОФЗ-ОБР 10
СУБФЕДЕРАЛЬНЫЕ И
МУНИЦИПАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ 11
КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ 11
РАЗМЕЩЕНИЯ ПРОШЛОЙ НЕДЕЛИ 11
РАЗМЕЩЕНИЯ ТЕКУЩЕЙ НЕДЕЛИ: 12



Мировой долговой рынок

Прошедшая неделя была достаточно спокойна с точки зрения выхода статистических данных, и поэтому на долговом рынке господствовали тенденции, получившие развитие ранее. Под давлением большого объема первичных размещений котировки американских казначейских бумаг оставались в прежних диапазонах: десятилетние treasuries так и не вышли из диапазона 4.55-4.60% годовых, однако, большая неопределенность в отношении повышений учетных ставок закрепила инверсию кривой доходности по treasuries, и разница между доходностью десятилетних и двухлетних бумаг оставалась на уровне -10 б.п.

В целом, статистика по США продолжила свидетельствовать о подъеме американской экономики и восстановлении рынка труда. В частности, это показал рост оптовых запасов, а также снижение показателя количества обращений за пособием по безработице jobless claims. Данные по запасам стали причиной пересмотра рядом аналитиков оценок темпов роста ВВП в четвертом квартале, при этом, многие из них полагают, что ВВП США в 2006 г. превысит прогнозы и окажется не ниже 4%. Также, достаточно позитивно выглядят прогнозы по рынку труда, согласно которым, в феврале количество созданных новых рабочих мест также может превысить ожидания и составить до +300,000. Результатом подобных спекуляций стало возобновление ожиданий если не роста, то сохранения дифференциала процентных ставок между США и Европой, поскольку рост экономики в сочетании с восстановлением рынка труда в Америке может усилить инфляционные опасения, а, следовательно, приведет к продолжению жесткой политики ФРС.

Перспективы повышения ставки и первичные размещения treasuries способствуют тому, что нисходящий тренд в доходности treasuries сохраняется,

хотя, стоит отметить, что возросший спрос со стороны иностранных инвесторов не допустил существенного снижения их котировок, хотя, по большей части, он был удовлетворен проведенными аукционами. Одновременно, вполне объяснима и инверсия на рынке treasuries - в преддверии аукционов инвесторы пытались избавиться от наиболее чувствительных к неопределенности, которая сейчас преобладает на рынке, коротких бумаг.

На фоне ослабления спроса на базовые активы после проведенных аукционов и жесткого выступления Фишера (Президента ФРБ Далласа), заявившего о возможности повышения базовой ставки на ближайшем заседании ФРС, продажи treasuries усилились. При этом стоит отметить, увеличившуюся активность инвесторов на фондовом рынке США, что стало свидетельством растущего аппетита инвесторов к риску. В конце недели большинство из долгов emerging markets выросли, а спрэд ЕМВІ+ вновь обновил минимум на отметке 198 б.п. Между тем, в рисковом сегменте спросом опять продолжили пользоваться еврооблигации стран Латинской Америки, в особенности Бразилии и Аргентины, тогда как долги с инвестиционным рейтингом изменились незначительно.

В настоящий момент, даже, несмотря на размещения treasuries, которые отвлекают на себя значительную часть долларовой ликвидности говорить о том, что инвестиции в фондовый рынок выглядят перспективнее, преждевременно. Сохраняющаяся на рынке неопределенность не позволяет определить направление потоков капитала. Единственное, что можно констатировать, так это то, что базовые активы продолжают получать поддержку от крупных игроков, тогда как спекулянты сохраняют интерес к рисковому активам - высокодоходным еврооблигациям и акциям.



РЫНОК США

На фоне достаточно спокойной недели с точки зрения экономических публикаций по США, динамика торгов казначейскими облигациями определялась в основном двумя факторами: ожиданиями дальнейшего повышения базовой ставки ФРС и прошедшими размещениями US treasuries.

После повышения ФРС базовой ставки 31 января, как последующая статистика, так и заявления ее представителей, только усилили позитивный настрой инвесторов в отношении ее мартовского повышения. Как результат, рынок фьючерсов оценивает в настоящий момент вероятность повышения ставки в 92% против 70% двумя неделями ранее. Ожидаемый уровень ставки в 4.75% годовых оказывает значительное давление на котировки treasuries, однако, заметно усилившийся спрос на длинные бумаги в связи с проводившимися по ним аукционами удержал их доходности в пределах 4.55-4.60% годовых (для десятилетних treasuries).

Вышедшая экономическая статистика, в целом, лишь укрепила уверенность инвесторов в росте американской экономики, о чем, в частности, свидетельствовали сильные данные по оптовым запасам, показавшие рост, а также снижение показателя количества обращений за пособием по безработице jobless claims. Таким образом, опасения в отношении снижения роста американской экономики в 2006 г., которые возникли после публикации низких ВВП за IV квартал 2005 г., постепенно отступают на фоне данных, косвенно свидетельствующих о наращивании производства в первом квартале этого года.

Как следствие, они уже стали причиной пересмотра рядом аналитиков оценок темпов роста ВВП, а, кроме того, появились слухи, что в феврале количество созданных новых рабочих мест также может превысить ожидания и, по некоторым оценкам, составить до +300,000. Также стоит отметить и тот факт, что отчет по рынку труда в США зафиксировал рост почасовой оплаты труда, что вкупе с ростом американской экономики дает основания ФРС продолжить повышение базовой ставки.

Стоит также отметить, что снижение цен на нефть также благоприятно отразилось на ожиданиях роста американской экономики, снизившись с \$67 долларов за баррель до \$62.5 долларов за баррель к концу недели.

Как уже отмечалось, прошедшие на прошлой неделе размещения во многом подавили спрос на длинные бумаги, однако, именно они также послужили и основным драйвером для краткосрочного роста выходящих выпусков. МинФин США выпустил на рынок на прошлой неделе бумаг на 48 млрд. долл., из которых 27 млрд. приходится на длинные – десятилетние и тридцатилетние выпуски. Размещения treasuries лишь усилили инверсию кривой доходности американских treasuries во многом за счет больших

продаж на коротком конце кривой - наиболее чувствительном к риску инфляции и росту ожиданий еще одного повышения ставки на ближайшем заседании ФРС.

Падение спроса на короткие бумаги привело к тому, что в понедельник аукцион по размещению 3-летних казначейских бумаг прошел при достаточно низком спросе как со стороны американских, так и иностранных инвесторов. Как следствие, цены на treasuries снизились в первый день торгов. Однако, в длинном конце кривой доходности снижение не было значительным: доходности двухлетних облигаций выросли с 4.5891% до 4.61% годовых, тогда как по десятилетним облигациям доходность увеличилась на 1 пункт до 4.5422% годовых.

Снижение treasuries после неудачного аукциона по размещению 3-летних бумаг создало достаточно привлекательные условия для инвесторов, что предопределило более удачный исход для двух последующих аукционов. В среду Казначейство США разместило десятилетние бонды на сумму \$13 млрд. Спрос инвесторов-нерезидентов составил 40.8%, что выше декабрьского значения 17.1%, но ниже рекордных 55.6%, достигнутых на аукционе в ноябре.

В четверг размещались казначейские бумаги с тридцатилетней дюрацией. Итоги аукциона показали значительный интерес со стороны иностранных инвесторов, в том числе и Центробанков, который составил 64.8% от общего 14-миллиардного выпуска тридцатилетних бумаг. Спрос превысил предложение в 2.05 раза. Тем не менее, этот показатель оказался меньше среднего значения последних десяти аукционов, составлявшего 2,25 раза. Доходность выпуска составила 4,53% годовых, в то время как прогнозировалось 4.579% годовых, что также показало значительный спрос инвесторов на длинные американские бумаги, хотя во многом он был обеспечен тем, что МинФин США в течение 5 лет не производил выпуска 30-летних бумаг. Поэтому, итоги размещения оказались положительными, даже, несмотря на явную переоцененность выпуска.

В целом, два последних размещения показали хорошие долгосрочные ожидания инвесторов по рынку. Существенным фактором, дополнительно обеспечившим спрос на длинные treasuries, стали покупки пенсионных фондов, которым необходимо приблизительно \$150 млрд. бумаг с десятилетней или более долгой дюрацией, в связи с необходимостью обеспечивать будущие выплаты населению. В итоге, в четверг котировки treasuries выросли до максимума за неделю. Доходность десятилетних облигаций снизилась до 4.54% годовых, а по размещенным тридцатилетним облигациям до 4.5% годовых.

В пятницу ожидался выход самого важного отчета за всю прошедшую неделю – отчета по торговому балансу США. Дефицит торгового баланса страны увеличился и составил \$65.7 млрд. по сравнению с пересмотренными



данными предыдущего месяца \$64.7 млрд. Однако, в целом, рынок ждал, рекордных значений дефицита особенно после слов Президента Буша в прошлый понедельник, поэтому на treasuries данная публикация мало отразилась, и на рынке вновь преобладали настроения на продажу. Скорее негативные настроения на рынке усилились на фоне спекуляций о том, что Китай может провести ревальвацию юаня путем продажи долларов. Как следствие, доходности десятилетних бумаг в последний день недели выросли до 4.5788%, а по коротким двухлетним облигациям – до 4.6751%. Инверсия кривой доходности на рынке при этом сохранилась на уровне 10 п.

Облигации казначейства США практически не изменились на торгах в понедельник, поскольку в отсутствие свежих данных инвесторы ждали первое полугодие выступление нового главы ФРС Бена Бернанке. В среду и четверг он выступит перед Банковским и Бюджетным комитетом Конгресса США. Инвесторы ожидают, что Бернанке выдаст сильную оценку экономики, что станет намеком на дальнейшее повышение ставок, поэтому котировки долговых бумаг на этой неделе будут оставаться под давлением. Ко вторнику доходность индикативных десятилетних treasuries выросла до 4.5788% годовых, продажи на коротком конце кривой вывели доходность двухлетних облигаций на уровень 4.67% годовых.

Принимая во внимание растущие ожидания в отношении повышения ставки на марттовском заседании ФРС на фоне роста американской экономики, понижающаяся динамика на рынке treasuries имеет все основания для продолжения. Учитывая, что в марте базовая ставка может достичь 4.75%, в ближайшие пару месяцев доходность десятилетних казначейских обязательств будет стремиться к этому уровню. Первичные размещения также будут играть в пользу дальнейшего снижения treasuries, поскольку, как показали торги после аукционов, новым выпускам удалось погасить спрос на американские активы, который и без того оказался ниже среднего.

На текущей неделе внимание инвесторов привлекут сразу несколько важных событий. Во-первых, выступление по нового председателя Федерального резерва Бена Бернанке по поводу монетарной политики. В частности, в фокусе будут находиться его оценки перспектив политики процентных ставок и оценка новым председателем инфляционных рисков. Бернанке в среду представит свой полугодовой отчет касательно монетарной политики перед сенатским комитетом по финансам. Судя по всему, новый глава ФРС выскажется в пользу повышения ставки в марте, прежде всего, чтобы оправдать свою репутацию «борца с инфляцией», приверженца и последователя политики предыдущего главы ФРС Алана Гринспена. В таком случае, доходности казначейских бумаг

закономерно пойдут вверх и, по всей вероятности, смогут пройти отметку в 4.65% годовых уже в ближайшие дни.

Также влияние на рынок американского госдолга может оказать и выход январских данных по розничным продажам в США. Как ожидается, показатель вырастет на 0.6% по сравнению с 0.7% в декабре, что также может усилить инфляционные опасения.

Наконец, еще одним важным событием станет выход отчета по покупкам казначейских бумаг нерезидентами за декабрь. По всей видимости, отчет покажет существенный приток средств в американскую экономику в последнем месяце прошлого года, когда на фоне роста ожиданий завершения цикла повышения базовой ставки ФРС инвесторы начали активно скупать казначейские бумаги, посчитав уровни 4.55% годовых, по десятилетним treasuries, приемлемыми. В результате, к концу декабря доходности по этим бумагам упали до 4.3% годовых, а на рынке, в большей степени благодаря иностранному спросу, образовалась инверсия, так напугавшая участников и способствовавшая пересмотру в сторону понижения многими аналитиками оценок роста американской экономики в текущем году.

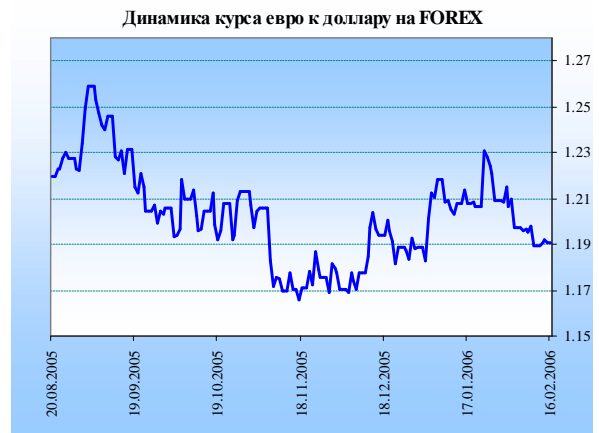
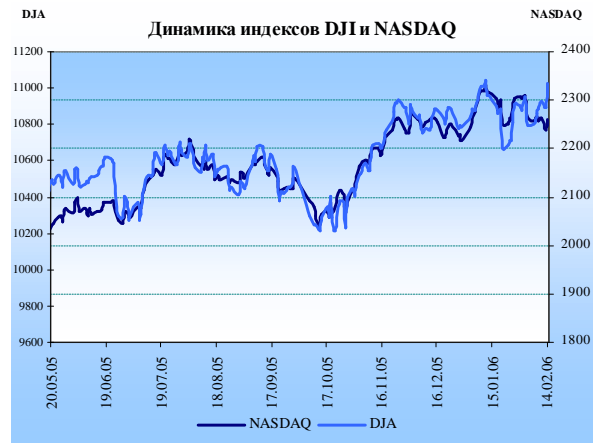
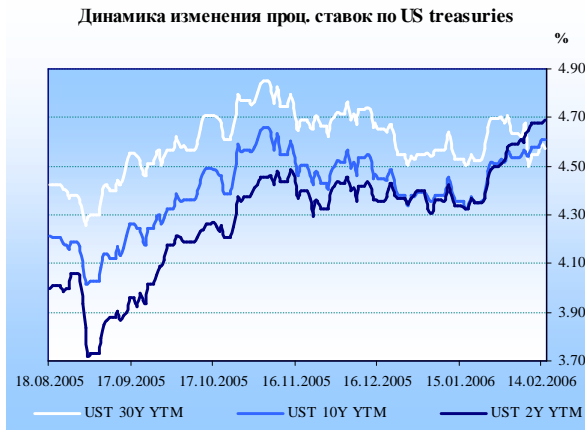
Сам по себе приток капитала положительно скажется на перспективах американской экономики, отчасти свидетельствуя об успешном продолжении политики ФРС по снижению дефицита платежного баланса США, даже, невзирая на то, что Федеральный резерв продолжает настаивать на том, что проблемы дефицита торгового баланса не входят в сферу его деятельности. Как сообщалось ранее, для того, чтобы компенсировать дефицит платежного баланса и поддержать стоимость доллара, США необходимо привлекать из-за рубежа ежедневно около \$2.1 млрд. в день или примерно \$65.3 млрд. месяц. Превышение притока капитала над значением \$65 млрд. в декабре добавит позитива в отношении американской экономики и может в краткосрочном периоде стимулировать подъем американского рынка госдолга, однако, затем, по всей видимости, снижение продолжится.

В целом, стоит отметить, что до сих пор денежные власти США успешно справлялись с проблемами финансирования дефицита платежного баланса за счет привлечения иностранного капитала. После того, как в преддверии заседания ФРС спрос на американский госдолг в значительной степени ослабел, правительство вышло на рынок с первичными размещениями, в еще большей степени провоцируя рост ставок как за счет изъятия излишней долларовой ликвидности, так и за счет формирования избыточного предложения казначейских бумаг на рынке. Учитывая то, что уровень ожидаемой базовой ставки сейчас составляет 4.75%, дальнейшее снижение котировок американского госдолга выглядит



очевидным. Американские денежные власти, понимая, что текущие уровни доходности по treasuries непривлекательны для инвесторов и не могут обеспечить необходимого притока капитала в страну,

целенаправленно играют на их понижение, надеясь большим процентом вернуть в американскую экономику уплывающий из нее, вследствие роста цен на энергоресурсы, капитал.



EMERGING MARKETS

Прошлая неделя не изобиловала какими-либо важными публикациями, поэтому, в целом, в долгах emerging markets сохранились тенденции позапрошлой недели. Повышенным спросом продолжили пользоваться высокодоходные активы, слабокоррелирующие с рынком, в частности, долги Аргентины и Венесуэлы, причем, как правило, вложения в них носили более или менее долгосрочный характер. Торги же в секторе индикативных еврооблигаций в основном носили выраженный краткосрочный спекулятивный характер. В настоящий момент большинство стратегических инвесторов занимает выжидательную позицию, во-первых, ввиду неопределенности в отношении ставок; во-вторых, в силу некоторых опасений в отношении американской экономики, которые были усилены пессимистичной оценкой роста ВВП США в IV квартале прошлого года. Именно поэтому капитал продолжает питать фондовые и долговые рынки развивающихся стран. Как показывает отчет Emerging portfolio fund research, прилив денежных средств на прошлой неделе наблюдался и в восстанавливающейся европейской экономике, тогда как на американском фондовом и долговом рынке был зафиксирован отток капитала.

Из страновых новостей стоит выделить неожиданное заявление Правительства Бразилии о том, что с начала года оно уже выкупило долги на \$2.3 млрд. и намерено продолжить досрочное погашение внешних долгов на \$16-20 млрд. с погашением от 2010 года, а также облигации Brady. На фоне данного сообщения еврооблигации страны в четверг обновили исторический максимумы.

Кроме того, существенную поддержку долгам Аргентины оказали сообщения о том, что правительство страны намерено продать Венесуэле бонды стоимостью \$308 млн. с погашением в 2012 году, что способствовало росту долгов страны в четверг до исторического рекорда.

В целом, на прошлой неделе торги долгами emerging markets во многом повторили динамику в секторе базовых активов, и спрэд EMBI+ оставался в пределах 210-212 п. Стоит отметить, что приток средств в рискованные активы был ограничен в связи с ожидаемыми аукционами по популярным среди инвесторов выпускам десятилетних и тридцатилетних treasuries. Этим и объясняется достаточно ровное движение рискованных активов вслед за американскими долгами.

На фоне незначительного снижения котировок treasuries в начале недели рискованная премия EMBI+ опустилась до нового исторического минимума 210 б.п. Рынок во многом руководствовался техническими сценариями, и поэтому в начале недели наибольшим спросом пользовались бразильские, колумбийские и перуанские еврооблигации, снизившиеся в результате фиксации в предыдущие дни. Также поводом для покупки стали благоприятные отзывы S&P о том, что

предстоящие президентские выборы в Перу и Бразилии не скажутся на их сильных экономиках.

В конце недели позитив от новостей из Бразилии и Аргентины, на фоне усилившегося оттока средств с американского долгового рынка и завершения запланированных на прошлую неделю размещений treasuries, вернули спрос в рискованный сектор, что способствовало снижению рискованной премии EMBI+ до абсолютного минимума 198 б.п.

Также, положительно на рынке отразились и новости о повышении рейтингов Филиппин и Индонезии, которым в четверг S&P повысило прогнозы до «позитивных». Будучи самыми доходными бумагами в Азии, эти еврооблигации прибавили в пятницу 50-100 б.п. по цене. На европейской сессии стремительный рост показали самые длинные бумаги Турции, в том числе новый выпуск 2036 года, после того как ранее на неделе по ним наблюдалась коррекция.

В начале текущей недели после бурного ралли на emerging markets инвесторы предпочли зафиксировать прибыль. Однако, на фоне снижения treasuries спрэд EMBI+ не изменился с 198 б.п. Коррекция обрушилась прежде всего на бразильские еврооблигации после того, как они прибавили в среднем 300 б.п. на сообщении о том, что правительство Бразилии планирует в текущем году выкупить внешние долги на \$16-20 млрд. По другим латиноамериканским кредитам также наблюдалась фиксация прибыли. Исключением стали еврооблигации Перу после того, как последний опрос показал, что перед президентскими выборами 9 апреля лидирует дружественный рынку кандидат Лордес Флорес.

В целом, отношение к emerging markets при сложившейся рыночной конъюнктуре остается достаточно позитивным, тем более что S&P заявило, что сильные экономики Перу и Бразилии, вероятно, не пострадают от президентских выборов. В условиях сохраняющейся неопределенности спрос к высокодоходным и слабокоррелирующим с рынком выпускам долгов развивающихся стран сохраняется.

Ситуация на рынке может кардинально измениться в случае, если ФРС продемонстрирует готовность прервать цикл повышений на заседании в марте. Тогда рискованные активы могут подвергнуться серьезной коррекции, поскольку текущие уровни treasuries станут чрезвычайно привлекательными для инвесторов и спровоцируют отток капитала из emerging markets.

Вместе с тем, такой поворот событий маловероятен, поскольку многие считают, что как статистика по США, так и выступление Бернанке только повысят вероятность повышения базовой ставки в марте, а это означает сохранение понижательной тенденции на рынке базовых активов. В таком случае, капитал продолжит поступать в рискованный сегмент, однако, вред ли осуществляемые вложения будут

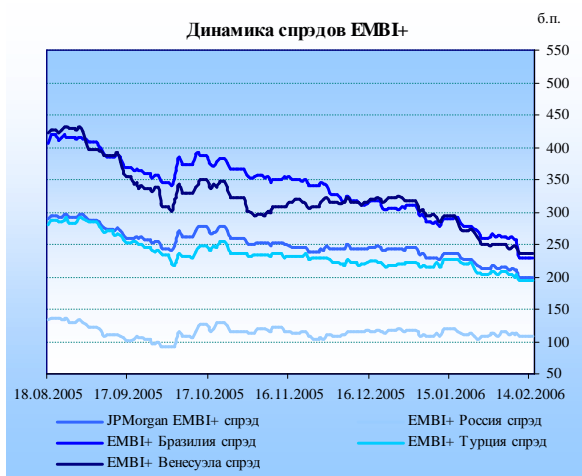


стратегическими, прежде всего в силу того, что, по всей вероятности, мартовское повышение станет последним в цикле, и по достижении доходности treasuries более приемлемых уровней (4.75-5%) возможно возвращение спроса в сектор базовых активов. Поэтому, в ближайшие месяцы стоит ожидать продолжения прилива средств в долги emerging markets, однако, концентрироваться они будут в большей части в высокодоходном сегменте. Индикативные бумаги и бумаги с инвестиционным рейтингом в большей степени будут подвержены техническим сценариям торговли, в связи с чем стоит ожидать роста волатильности в данной группе еврооблигаций.

Что касается текущей недели, то, вероятнее всего, на ней продолжится консолидация долгов emerging markets на текущих уровнях. До выступления Бена Бернанке перед Конгрессом на этой неделе участники рынка будут воздерживаться от операций.

Из наиболее перспективных выпусков стоит выделить филиппинские долги, которые будут отыгрывать улучшение агентствами Fitch и S&P прогноза рейтинга страны. Одним из факторов, который поспособствует апгрейду странового рейтинга Филиппин, может стать повышение НДС в стране до 12%.

Также, сохраняется тенденция к росту в слабокоррелирующих с рынком выпусках Аргентины и Колумбии.



Российские еврооблигации ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

На фоне роста ожиданий повышения базовой ставки на рынке treasuries в сегменте внешнего российского долга наблюдалась тенденция к снижению котировок. Доходности индикативных российских еврооблигаций с погашением в 2030 г. выросли к четвергу прошлой недели с 5.63% до 5.67% годовых, при этом, рынок практически проигнорировал небольшие повышения американского госдолга в среду и четверг. Основной причиной для развития такого сценария стал спрос инвесторов на более рискованные и доходные активы, тогда как сильно скоррелированные с treasuries российские еврооблигации не представляли интереса для инвесторов.

Рост, который с середины прошлой недели был отмечен в латиноамериканских еврооблигациях, в частности, Бразилии и Аргентины, обошел стороной российский рынок. Вместе с тем, довольно высокие цены на нефть и неплохая макроэкономическая ситуация в стране не привели к обширной коррекции, поэтому спрэд EMBI+ на прошлой неделе колебался в районе 111-113 п.

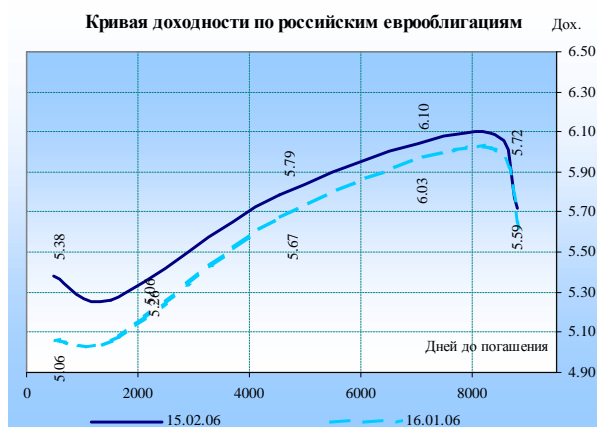
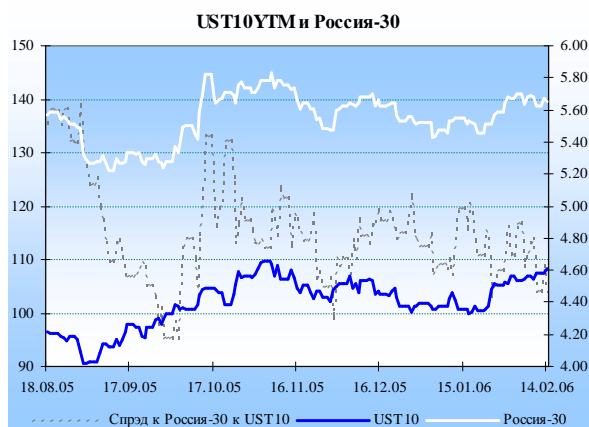
Существенное давление на котировки российского долга, равно как и на остальные качественные долги, оказали размещения казначейских облигаций США, в том числе популярных десяти- и тридцатилетних выпусков, что спровоцировало отток ликвидности из качественных и скоррелированных с treasuries еврооблигаций.

В конце недели вместе с окончанием размещений treasuries спрос вернулся в emerging markets. При этом, как и на прошлой неделе, качественные долги в основном покупались в целях краткосрочных спекуляций. Благодаря этому, российские еврооблигации с погашением в 2030 г. выросли в цене, взлетев с отметки 111.65% от номинала до 112,2%. Доходности этих еврооблигаций упали соответственно

с 5.68% до 5.62% от номинала, а спрэд к десятилетним treasuries сузился со 113 п. до 108 п.

Существенный рост в конце прошлой недели способствовал тому, что в понедельник, 13 января, на рынке наблюдалась серьезная коррекция, в результате чего, опять же пострадали наиболее индикативные выпуски, в том числе и отличившаяся пятничным ростом «Россия-30». Доходности по этому выпуску вновь выросли до 5.67%. Также следует отметить и усилившееся давление на котировки российского внешнего долга со стороны падающих на фоне укрепления уверенности инвесторов в повышении базовой ставки ФРС treasuries. Позднее, во вторник, российским еврооблигациям удалось частично компенсировать потери и подойти к ключевому уровню 112% от номинала. На фоне снижения казначейских бумаг спрэд сузился до 107 п.

На текущей неделе на внешний российский долг продолжают оказывать влияние события американского рынка, в частности, выступление Бернанке с полугодовым отчетом перед конгрессом и сенатом. Стоит отметить, что выходящие данные по экономике США пока дают все основания Бернанке быть достаточно жестким в своих высказываниях и провести еще одно-два повышения ставки в текущем году. Таким образом, доходности treasuries, по всей видимости, продолжают свой рост, а российским еврооблигациям придется, пусть и с отставанием, следовать за ними. Между тем, спекулятивный интерес на уровнях 111.5% от номинала по «России-30», при условии сохранения интереса инвесторов к рисковому сектору, может вызвать интерес со стороны инвесторов и способствовать подъему российского долга. В целом же, существенных изменений на рынке на этой неделе не предвидится, и, вероятнее всего, спрэд EMBI+ останется на текущих уровнях или несколько снизится, учитывая общую тенденцию к его сужению.



КОРПОРАТИВНЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

Снижение на рынке российского долга также негативно отразилось и на корпоративных еврооблигациях. По итогам недели, в «плюсе» остались в основном еврооблигации банков категории «В» и «ВВ». Тогда, как по наиболее популярным, в особенности у иностранцев, выпускам наблюдалась фиксация прибыли.

В итоге, лидером недели стали выпуски «Росбанка-7» (+0,51%) и «Росбанка-9» (+0,34%), а также «Альфабанк-8» (+0,17%). Наибольшее падение испытали долги «Газпрома-34» и «ВТБ-35», которые упали на 1%.

В целом, весь внешний корпоративный долг банков сегмента «В» выглядит по итогам недели достаточно устойчиво. Лишь незначительно снизились котировки банка «Русский Стандарт» и Банка «Зенит», положительной оказалась неделя и для котировок «Альфа-банка-7».

Рост «Росбанка» не удивителен, поскольку в четверг международное рейтинговое агентство Fitch изменило прогноз долгосрочных рейтингов по международной и национальной шкале «Росбанка» на "позитивный" со "стабильного". Одновременно Fitch повысило долгосрочный рейтинг банка по национальной шкале до "BBB+(rus)" с "BBB(rus)". Долгосрочный рейтинг «Росбанка» был подтвержден на уровне "B", краткосрочный - "B", индивидуальный - "D" и поддержки - "4". «Повышение рейтинга по национальной шкале и изменение прогноза рейтингов отражает рост и диверсификацию бизнеса банка, вызванного, в частности, объединением «Росбанка» с группой ОВК» сообщает в пресс-релизе агентства. Данное повышение, по всей видимости, благоприятно

отразилось на отношении инвесторов к другим банкам из категории «В», что и обусловило их подъем в конце недели.

Вчера, в среду, 7 февраля, стало известно, что «МДМ-банк» разместил евробонды на \$300 млн. под 6,8% годовых сроком на 1 год. Ранее сообщалось, что «МДМ-банк» планирует выпуск евробондов объемом \$200 млн.

Из размещений, которые возможно состоятся в первом квартале 2006 г., стоит выделить планы ТНК-ВР по выпуску евробондов на \$1 млрд. в I квартале для финансирования своей инвестиционной программы текущего года, которая в начале декабря была утверждена в размере \$2,5 млрд. по сравнению с \$1,8 млрд. в 2005 году.

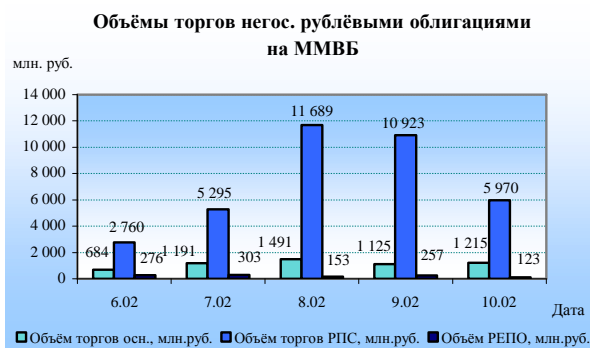
Также, «Внешторгбанк» (ВТБ) планирует размещение десятилетних облигаций, номинированных в евро. Менеджером размещения облигаций выступит Deutsche Bank AG. Планируемый объем выпуска не указан.

Наиболее перспективными в секторе внешнего корпоративного долга остаются бумаги длинных телекомов и представителей металлургической отрасли. В банковском секторе тактически рекомендуем увеличивать вложения в длинные высокодоходные бумаги: «Русский Стандарт», «Росбанк», «Промсвязьбанк», «Альфа-банк». В случае роста treasuries можно ожидать возобновление интереса к российским квази-эмитентам, в частности, длинным выпускам «Газпрома», «ВТБ» и «Сбербанка».



Российские рублевые облигации

На прошедшей неделе на рынок рублевых облигаций действовали в основном положительные факторы. Улучшилась по сравнению с предыдущей неделей ситуация с рублевой ликвидностью. Средняя величина остатков на корсчетах и депозитах коммерческих банков за неделю составила 372,6 млрд. рублей против 355,5 млрд. рублей неделей раньше. Процентные ставки на рынке межбанковского кредитования, находившиеся в начале недели на высоком уровне, к концу недели заметно снизились. Положительным моментом стало снижение доходностей российских еврооблигаций. Негативным фактором явилась ситуация на валютном рынке. По итогам недели доллар вырос по отношению к рублю на 0,211%.



ГКО-ОФЗ-ОБР

Интерес инвесторов к рублевым гособлигациям на прошедшей неделе оставался низким, о чем, в частности, свидетельствует объем торгов облигациями федерального займа на вторичном рынке, составивший по итогам пяти торговых дней всего 2,23 млрд. рублей.

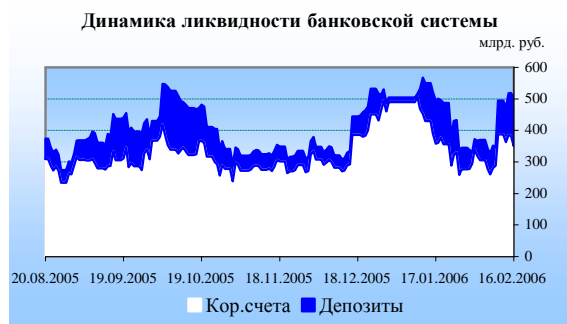
В первые дни недели торги проходили при плавном снижении котировок ОФЗ, чему способствовали, как еще не успевшая восстановиться рублевая ликвидность, так и нисходящий тренд в секторе внешнего госдолга.

Благодаря существенному укреплению рубля в конце прошлой недели, которое проходило при активных покупках валюты со стороны ЦБ РФ, рублевый госдолг стал более привлекательным. Стоит также отметить, что наблюдавшиеся продажи доллара заметно улучшили показатели рублевой ликвидности, которая приблизилась к 500 млрд. рублей, что привело к активизации крупных игроков в секторе. В результате, средневзвешенная доходность в секторе ОФЗ-АД и ОФЗ-ФД снизилась по сравнению с предыдущей пятницей на 6 базисных пунктов, составив 10 февраля 6,18% годовых.

Улучшение ситуации с рублевой ликвидностью, во-первых, позитивно сказалось на ценах большинства выпусков ОФЗ, которые смогли не только отыграть падение предыдущих дней, но и выйти "в плюс" по сравнению с 3 февраля, а во-вторых - позволило

Центральному банку РФ провести 10 февраля внеплановый аукцион по продаже ОФЗ-АД серии 46011 из своего инвестиционного портфеля. Хотя интерес к покупке этих бумаг на аукционе был и не так велик, как ожидалось, было продано бумаг всего на сумму 541,652 млн. рублей по номиналу при объеме предложения 10 млрд. рублей и спросе 8,814 млрд. рублей по номиналу. Средневзвешенная цена этих бумаг с погашением в 2025 году на аукционе составила 79,01% от номинала, что соответствует доходности 6,95% годовых.

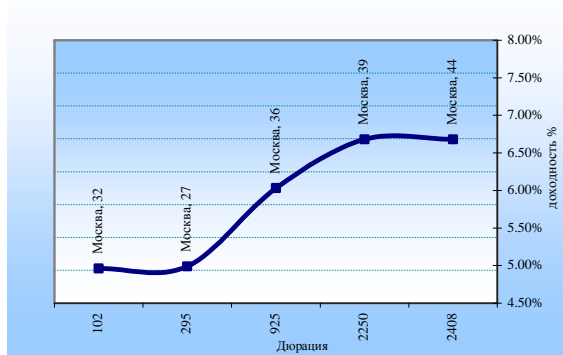
Цены рублевых гособлигаций на текущей неделе существенно не изменятся, однако, учитывая снижение на рынке внешнего долга, возможно ожидать аналогичного движения и на рынке ОФЗ. Вместе с тем, достаточно большой объем свободных рублевых средств в банковском секторе и низкие ставки на внутреннем рынке межбанковских кредитов будут выступать позитивными факторами. В противовес им будут играть как непривлекательный уровень процентных ставок большинства выпусков ОФЗ, так и достаточно крупные первичные размещения (на сумму более 20 млрд. рублей) на рынке корпоративных облигаций, выступающем альтернативным сектором для рынка ОФЗ.



СУБФЕДЕРАЛЬНЫЕ И МУНИЦИПАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

На вторичном рынке субфедеральных и муниципальных облигаций в течение недели также происходило разнонаправленное движение котировок. Объем торгов на этом сегменте рынка рублевых облигаций за прошедшую неделю заметно снизился, по сравнению с предыдущей, и составил 1 451,98 млн. рублей (без учета торгов в режиме переговорных сделок и сделок РЕПО). Лидером по обороту за неделю в основном режиме торгов стал тридцать девятый выпуск облигаций Москвы (379,53 млн. рублей). Далее расположились сорок четвертый выпуск облигаций Москвы и пятый выпуск облигаций Московской области, оборот по которым составил 210,64 млн. рублей и 159,37 млн. рублей соответственно.

Кривая доходности облигаций Москвы



КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

На вторичном рынке корпоративных облигаций в течение недели наблюдалось разнонаправленное движение котировок бумаг. Индекс корпоративных облигаций ММВБ RCVI за неделю уменьшился на 0,07% и остановился на значении 101,52. Котировки большинства облигаций первого "эшелона" также не продемонстрировали единой динамики. Объем торгов корпоративными облигациями на ММВБ за прошедшую неделю снизился по сравнению с предыдущей и составил 4 254,65 млн. рублей (без учета торгов в режиме переговорных сделок и сделок РЕПО). Наиболее значительный оборот наблюдался в среду, когда объем торгов составил 1 002,88 млн. рублей. Объем по сделкам РЕПО по негосударственным рублевым облигациям составил за неделю 1 111,5 млн. рублей, объем торгов в режиме переговорных сделок - 36 636,96 млн. рублей.

Лидером среди корпоративных облигаций по объему торгов за неделю в основном режиме стал шестой выпуск облигаций РЖД, оборот по которому составил 384,26 млн. рублей. Цена бумаги за неделю снизилась

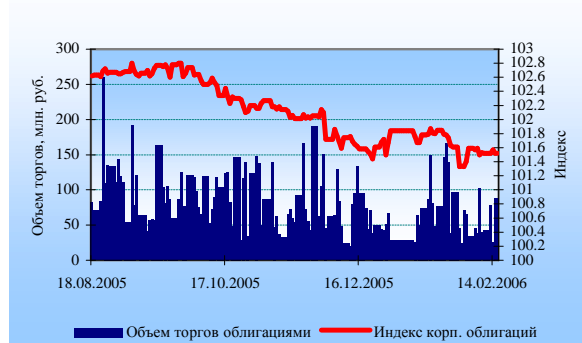
на 0,06% до 101,44% от номинала. Эффективная доходность бумаги к погашению увеличилась до 7,11%.

Второе место по обороту заняли облигации ФСК ЕЭС второй серии. По этой бумаге было совершено сделок на сумму 211,93 млн. рублей. Цена долгового инструмента за неделю увеличилась на 0,16% до 104,47% от номинала. Доходность облигации к погашению снизилась до 7,16%.

Третьим по объему торгов стал третий выпуск облигаций РЖД. Объем торгов по бумаге за неделю составил 186,3 млн. рублей. Цена этой облигации за неделю снизилась на 0,28% до 105,1% от номинальной стоимости. Доходность инструмента к погашению увеличилась до 6,9%.

Лидером роста котировок за неделю среди достаточно ликвидных облигаций стали бумаги «Уралвагонзавод-Финанс -1» (+2,84%). Наиболее сильно снизилась цена облигаций «Матрица-Финанс -1» (-1,91%).

Динамика индекса корпоративных облигаций ММВБ



РАЗМЕЩЕНИЯ ПРОШЛОЙ НЕДЕЛИ

За прошедшую неделю на биржевом рынке рублевых облигаций состоялось пять первичных размещений.

8 февраля на ММВБ состоялся аукцион по размещению облигаций сорок четвертого выпуска Городского облигационного (внутреннего) займа Москвы. Количество Облигаций, предлагаемое к размещению на аукционе, составило 5 000 000 штук. Общий объем эмиссии облигаций составил 20 млрд. рублей. Срок обращения облигаций - 120 месяцев. Каждая облигация имеет 20 купонных периодов. Купонный период составляет 6 месяцев. Ставка купонного дохода по Облигациям: в первом - шестом купонных периодах - 10 процентов годовых; в



седьмом - четырнадцатом купонных периодах - 8 процентов годовых; в пятнадцатом – двадцатом купонных периодах - 7 процентов годовых. Цена отсечения на аукционе установлена на уровне – 112,0 % от номинальной стоимости облигации. Средневзвешенная цена всех удовлетворенных на аукционе заявок – 112,188 % от номинальной стоимости Облигации. Доходность Облигаций по итогам аукциона: по цене отсечения – 6,74 % годовых; по средневзвешенной цене – 6,71 % годовых. Агент по размещению Облигаций – Закрытое акционерное общество «Гарант-М».

В тот же день АБ «ОРГРЭСБАНК» разместил на ММВБ первый облигационный займ на сумму 500 млн. руб. Параметры выпуска: номинальная стоимость одной облигации 1 000 рублей, купонный период - 183 дня, срок до погашения - 3 года, предусмотрена годовая оферта. Облигации размещались по цене 100% от номинала. Процентная ставка по второму купону равна ставке по первому купону. Последующие купоны устанавливаются эмитентом. Размещение облигаций проходило в виде аукциона по определению ставки первого купона. По результатам аукциона ставка первого купона была установлена в размере 10%. Весь выпуск был размещен в ходе аукциона. Организатором и платежным агентом выпуска является АБ «ОРГРЭСБАНК».

Также в среду на ФБ ММВБ состоялось размещение облигационного займа Общества с ограниченной ответственностью "ТатИнК-Финанс" объемом 500 млн. руб. Срок обращения облигаций – 728 дней. По бумагам выплачиваются 4 купона, продолжительность каждого купона составляет 182 дня. Ставка первого купона определялась на аукционе, ставка второго купона равна ставке первого, ставки остальных купонов устанавливаются эмитентом позднее. По итогам конкурса ставка первого купона по облигациям ООО "ТатИнК - Финанс" была установлена в размере 14,3% годовых. Облигационный займ размещен в полном объеме. Организатор и андеррайтер выпуска - ЗАО «Инвестиционная компания «ТатИнК».

9 февраля 2006 года на ФБ ММВБ состоялось размещение выпуска облигации ООО «ТОП-Книга». Общая номинальная стоимость выпуска 700 млн. рублей, срок обращения 3 года. По облигациям выплачиваются 6 купонов, продолжительностью 182

дня каждый. Ставка первого купона определялась на аукционе, ставка второго купона равна ставке первого, ставки остальных купонов устанавливаются эмитентом позднее. По результатам конкурса ставка первого полугодического купона была установлена Эмитентом в размере 11.35 % годовых. Доходность облигаций к годовой оферте составила 11,67 % годовых. Весь объем займа был размещен в ходе конкурса по определению ставки первого купона. Организатором, андеррайтером и платежным агентом выпуска является «Инвестиционный Банк «ТРАСТ» .

В тот же день на ФБ ММВБ состоялось размещение облигаций ООО «ТРАНСАЭРО-Финансы» серии 01. Параметры выпуска: объем размещения – 2,5 млрд. руб., срок обращения – 1 092 дня с даты начала размещения. Облигации имеют шесть купонных периодов. Ставка первого купона определялась на конкурсе. Процентная ставка 2-го и 3-го купонов равна ставке 1-го купона. Процентная ставка 4-6 купонов устанавливается уполномоченным органом эмитента. По выпуску предоставлено поручительство со стороны ОАО «АК «ТРАНСАЭРО». По итогам конкурса ставка первого купона установлена в размере 11,65% годовых. Эффективная доходность к оферте – 11,99% годовых. Выпуск полностью размещен по итогам конкурса. Организатором, андеррайтером и платежным агентом выпуска является ОАО АКБ «РОСБАНК».

РАЗМЕЩЕНИЯ ТЕКУЩЕЙ НЕДЕЛИ:

Активность первичного рынка на текущей неделе будет на высоком уровне. Общий объем размещений превысил 20 млрд. руб.

Во вторник, 14 февраля, прошло два размещения облигаций:

На аукционе по размещению облигаций ОАО "ГАЗ-Финанс" 1-й серии объемом 5 млрд. руб., ставка 1-го купона была определена в размере 8,49% годовых.

На аукционе по размещению облигаций банка "Зенит" 2-й серии объемом 2 млрд. рублей ставка 1-го купона была определена в размере 8,39% годовых.

В среду, 15 февраля, состоялось 4 первичных размещения:

На аукционе по размещению облигаций "Банка "Русский стандарт" 6-й серии объемом 6 млрд.



рублей ставка первого купона была определена в размере 8,1% годовых, говорится в официальном сообщении банка.

АО "Новосибирский металлургический завод им. Кузьмина" (НМЗ) полностью разместило облигации 1-й серии объемом 1,2 млрд. рублей. Ставка 1-го купона дебютных облигаций НМЗ им. Кузьмина объемом 1,2 млрд. рублей в ходе аукциона по размещению на ФБ ММВБ в среду была определена в размере 11% годовых.

«Международный московский банк» (ММБ) в среду полностью разместил облигации 2-й серии на 3 млрд. рублей. Ставка 1-го купона облигаций Международного московского банка 2-й серии объемом 3 млрд. рублей в ходе аукциона по размещению на ФБ ММВБ в среду была определена в размере 6,5% годовых.

В четверг, 16 февраля, будет размещаться облигационный займ сети магазинов "ДОМО-Финанс" 1-й серии на 1 млрд. рублей.

Кроме того, инвесткомпания "Элемтэ" предложит инвесторам облигации 2-го выпуска на 600 млн. рублей.

Банк проектного финансирования также начнет размещение ценных бумаг 1-й серии объемом 500 млн. рублей.

В пятницу, 17 февраля, инвесторам будет предложен облигационный займ ООО "Инком-Лада" 2-й серии на 1,4 млрд. рублей. Организатор займа ФК "Уралсиб" прогнозирует доходность к годовой оферте на уровне 10,75-11,25% годовых.

На следующей неделе

На следующей неделе состоится 4 первичных размещения:

Во вторник, **21 февраля,** свои облигации предложат рынку «Отечественные лекарства – финанс» объемом 1.3 млрд. руб., ТМК объемом 5 млрд. руб. и «Юниаструмбанк» объемом 1 млрд. руб.

В среду, **22 февраля,** пройдет аукцион по второму выпуску облигаций «Россельхозбанка» объемом 7 млрд. руб.

Аналитический отдел ИФК «Алемар»

Василий Конузин - тел. (095) 411-66-55 доб. 131

Отдел доверительного управления ИФК «Алемар»

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

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»



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