



ОБЗОР ДОЛГОВОГО РЫНКА

03.01.2006 – 17.01.2006

Январь 2005

Основные события января:

- Публикация протоколов FOMC в еще большей степени усилила ожидания завершения цикла повышений базовой ставки в США, что сопровождалось снижением доходности казначейских облигаций США до минимальных уровней 4.33% годовых по 10YTM treasuries...
- Декабрьский индекс деловой активности по США ISM заметно снизился с 58.1 пункта до 54.2 пункта при прогнозе снижения лишь до 57.5 пункта...
- Дефицит платежного баланса США снизился с рекордных \$68.1 млрд. в ноябре до \$64.2 млрд...
- Несмотря на то, что рост цен производителей в декабре превысил ожидания больше, чем вдвое, базовый индекс инфляции вырос на 0,1%, что оказалось меньше прогнозирувавшегося 0,2%...
- Птичий грипп в Турции и неопределенность относительно президентских выборов в Перу добавили негатива emerging markets, что не помешало им в первые дни торгов достичь максимальных значений: спрэд EMBI+ сужался до 226 п....
- На фоне роста treasuries спрэд по доходности еврооблигаций РФ с погашением в 2030 году и десятилетних US Treasuries сужался до 108 базисных пунктов...
- Лидером роста котировок за неделю среди достаточно ликвидных облигаций стали бумаги «ФСК ЕЭС-2».
- Наиболее сильно снизилась цена облигаций «ИжАвто» (-1,15%)...

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 10
- Корпоративные облигации 11



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

Мировой долговой рынок

Инверсия кривой доходности между американскими двухлетними и десятилетними treasuries исчерпала себя, частично сняв прошлогодние опасения относительно возможной рецессии в американской экономике. Доходности, между тем, продолжают оставаться на предельно низких уровнях, несмотря на то, что уровень базовой ставки ФРС после грядущего заседания Комиссии по открытым рынкам (FOMC) составит 4.5%.

Усилившиеся после публикации протоколов заседания FOMC ожидания завершения цикла повышений базовой ставки уже в Новом Году спровоцировали покупки treasuries, за счет чего в первую неделю января их доходности опустились до 4.35% годовых. Переоцененность treasuries способствовала тому, что фокус рынка обратился в сторону акций, что способствовало достижению индексом Dow Jones значений выше 11 000 пунктов. Фондовые рынки emerging markets также испытали наибольший приток капитала со стороны зарубежных инвесторов за всю историю. В частности, российский РТС поднялся с 1130 п. до 1190 п. в первый же день открытия, а в настоящий момент превысил 1250 п. Первые недели года стали также благоприятными и для долговых рынков развивающихся стран. Приток средств в еврооблигации emerging markets стал самым значительным с марта 2005 г.

По всей видимости, значительный капитал, который до сих пор вкладывался в рынки недвижимости, цены на которую в прошлом году достигли небывалых значений, стал постепенно выводиться с рынка недвижимости, чему способствовало удорожание кредитных средств, последовавшее за ужесточением денежной политики ФРС. Благодаря этому, на рынке образовалась значительная масса ликвидности, которая стимулировала подъем как на американском рынке, так и на emerging markets. Тем не менее, в новом году ставки по treasuries уже не могут удовлетворить инвесторов, и свободные денежные средства стали более активно вкладываться в рискованные активы. Между тем, ожидания завершения цикла повышений базовой ставки, равно как и значительный интерес к американским долгам со стороны иностранных инвесторов, не позволяют доходностям treasuries вырасти, удерживая их у минимальных уровней.

В ближайшее время, по мере того, как ФРС продолжит выводить излишнюю ликвидность с рынка, можно ожидать начала продаж treasuries, средства от реализации которых, опять же, будут направляться в фондовый сектор развивающихся рынков.

На прошлой неделе наметилась тенденция к росту доходности US treasuries, который отчасти был спровоцирован большим объемом первичных размещений на рынке. Однако, вышедшие данные по сокращению дефицита торгового баланса и инфляции вернули доходности по индикативным десятилетним

казначейским облигациям к отметке 4.35% годовых. На фоне продаж treasuries в начале фондовые рынки получили существенный приток средств, способствовавший достижению фондовыми индексами максимальных значений за последние месяцы. Однако, позднее с возобновившимися покупками на рынке treasuries американские фондовые индексы пошли вниз. Dow Jones упал с 11045 п. до 10930 п., NASDAQ с 2332 п. снизился до 2314 п., а индекс РТС отступил с 1260 п. к 1234 п.

По мере приближения очередного заседания FOMC доходности по treasuries должны пойти вверх и, по всей видимости, ставкам по десятилетним treasuries в течение месяца, скорее всего, удастся приблизиться к 4.5% годовых. Стоит отметить, что исходя из протоколов FOMC, равно как и из последующих заявлений представителей ФРС, нельзя сделать однозначного вывода о том, что ФРС прервет на предстоящем заседании цикл повышений базовой ставки. Скорее всего, базовые ставки могут составить до 4.75% к середине года, что будет оказывать давление на котировки казначейских бумаг. В свою очередь, продажи казначейских обязательств будут способствовать накоплению денежной ликвидности на рынке, которая в сложившихся рыночных условиях будут способствовать росту фондового и долгового сегментов emerging markets.



РЫНОК США

Инверсия, наблюдающаяся на американском долговом рынке в последние дни 2005 г., и которая немало напугала инвесторов, с началом торгов в новом году исчерпала себя, и доходности длинных treasuries пошли вверх. Как и ожидалось, явление оказалось краткосрочным, и было спровоцировано обострившимся спросом на американские казначейские бумаги от стороны зарубежных инвесторов. Главным поводом для ажиотажного спроса на казначейские бумаги послужили вышедшие в конце 2005 года данные по США, которые разочаровали инвесторов и в еще большей степени убедили их в том, что ФРС возьмет паузу в цикле повышений после январского заседания FOMC.

Первая неделя 2006 г. (2-6 января) не принесла новых тенденций на рынок. Выходившие статистические данные лишь свидетельствовали о том, что ФРС вряд ли продолжит цикл повышения процентных ставок после январского заседания FOMC. Декабрьский индекс деловой активности по США ISM заметно снизился с 58.1 пункта до 54.2 пункта при прогнозе снижения лишь до 57.5 пункта.

Позднее публикация протоколов с заседания ФРС США от 13 декабря 2006 г. в еще большей степени разочаровала рынок, поскольку свидетельствовала о наличии большой неопределенности среди членов комиссии в отношении предельных уровней базовой ставки. Вместе с тем, рынки ожидают как минимум еще одного повышения ставки со стороны ФРС, что сохранить инфляцию под контролем. Последний факт удержал ставки от дальнейшего падения, позволив доходности по индикативным тридцатилетним treasuries остаться на уровне 4.35% годовых.

Новым отрицательным импульсом в пятницу, 6 января, стал долгожданный отчет по занятости от Бюро статистики Департамента по труду. Несмотря на то, что данные оказались противоречивыми, участники рынка расценили их как однозначно негативными для доллара. Уровень безработицы в декабре снизился на 0.1% с 5.0% до 4.9%. Однако, рост показателя Non farm payrolls составил лишь 108 тыс. новых рабочих мест против предыдущего месяца +308 тыс. и прогноза +200 тыс.

На прошедшей неделе (9-13 января) основное внимание инвесторов было приковано к ожидавшимся в среду данным по торговому балансу США и выходу индекса инфляции среди производителей PPI. Кроме того, на прошлую неделю был запланирован достаточно большой объем размещений казначейских бумаг на сумму \$13 млрд. В преддверии аукциона доходности десятилетних и пятилетних обязательств США выросли до максимумов почти за месяц в связи с тем, что взлет продаж в корпоративном секторе усилил опасения инвесторов относительно избытка предложения облигаций на рынке, а также в связи с тем, что фьючерсы на размер базовой процентной ставки

показывают, что рынок рассчитывает еще, как минимум, на два повышения. Как ожидалось, в среду на аукционе по размещению нового выпуска пятилетних обязательств на \$13 млрд. был зафиксирован самый низкий спрос с апреля 2005 года, что способствовало дальнейшему снижению котировок по американским облигациям. Переподписка на 5Y UST на \$13 млрд. составила всего 2.1 раз, а участие иностранных инвесторов – около 28%.

Публикация данных по платежному балансу США, которые продемонстрировали его снижение с рекордных \$68.1 млрд. в ноябре до \$64.2 млрд., не оказала существенного влияния на рынок госдолга США, несмотря на то, что сокращение дефицита косвенно свидетельствует о снижении инфляционного давления.

В четверг состоялся аукцион по десятилетним treasuries, защищенным от инфляции (TIPS) на \$9 млрд., который, несмотря на опасения, прошел при повышенном спросе со стороны инвесторов, что способствовало восстановлению котировок базовых активов. Дополнительно интерес к американским бондам подогрели и более мягкие, чем ожидалось, высказывания главы ЕЦБ Жана Клода Трише, которые внесли неопределенность в отношении повышения ставки ЕЦБ в марте. На этом фоне заметно выросла активность со стороны иностранных инвесторов, участие которых превысило 60%. Низкая активность при размещении пятилетних обязательств в предыдущий день и успех с размещением десятилетним облигаций, прежде всего связано с инверсией на кривой доходности US treasuries и тем фактом, что в настоящий момент доходность пятилетних облигаций ниже доходности двухлетних, а 10-летние бумаги пока предлагают более высокую доходность, что и способствовало росту спроса на размещаемые бумаги.

В пятницу были опубликованы данные по инфляции среди производителей, а также данные по розничным продажам, которые лишь способствовали дальнейшему падению доходности по американским госбумагам.

Несмотря на то, что рост цен производителей в декабре превысил ожидания больше, чем вдвое, цены производителей без учета стоимости энергоносителей и продуктов питания за прошлый месяц увеличились на 0,1%, что оказалось меньше прогнозирувавшегося 0,2%. Это успокоило инвесторов, показав стабильность второго показателя. Месяцем ранее он вырос также на 0,1%.

Розничные продажи в США в декабре выросли на 0,7% по сравнению с ноябрем. В то же время эксперты прогнозировали увеличение показателя на 0,9%. Более того, в соответствии с отчетом Департамента торговли, розничные продажи, за исключением автомобилей, выросли лишь на 0.2%, вопреки ожиданиям роста на 0.4%. Слабые показатели за декабрь, месяца праздничных продаж и традиционной активности потребителей, действительно могут говорить о



замедлении экономики. На рынке, помимо снижения доходности, это выразилось, в выравнивании кривой доходности UST на 10-летний участке, поскольку инфляционные ожидания сокращаются, а предстоящее повышение ставки Fed Funds 31 января сдерживает доходность коротких бумаг от снижения.

Понедельник

В понедельник, 9 января, доходность по индикативным десятилетним treasuries оставалась на уровне 4.37%. Отсутствие каких-либо существенных экономических данных способствовало тому, что в течение дня котировки по treasuries начали снижаться.

Вторник

Во вторник тенденция к снижению котировок treasuries получила развитие, поддерживаемая растущими ожиданиями в отношении того, что ФРС повысит ставку, по крайней мере, еще один раз после январского заседания. Еще одной причиной для снижения котировок стали традиционные продажи казначейских бумаг в преддверии ожидаемых в среду и четверг аукционов по пяти и десятилетним облигациям соответственно. К концу дня котировки treasuries выросли до 4.42% годовых.

Среда

В среду рост доходности по казначейским бумагам продолжился, несмотря на данные по снижению дефицита торгового баланса в США. Проведившийся аукцион по размещению пятилетних облигаций не привлек большого внимания со стороны инвесторов на фоне господствующего мнения о том, что рынок перенасыщен предложением казначейских бумаг. В результате, доходности по десятилетним treasuries выросли до 4.45%.

Четверг

В четверг настал переломный момент для базовых активов. Выступление Трише, снизившее вероятность нескольких повышений ставки в Европе, равно как и ожидания размещения привлекательного для инвесторов выпуска десятилетних treasuries, способствовали росту котировок казначейских бумаг. Доходности десятилетних treasuries в четверг вновь вернулись к 4.40% годовых.

Пятница

В пятницу тенденция к падению доходности по treasuries усилилась на фоне публикации инфляционных показателей и данных по розничным продажам. В результате, ожидания скорого завершения цикла повышений ставки вновь толкнули рынок к покупкам и способствовали снижению доходности по десятилетним облигациям к минимальным уровням 4.35% годовых.

Текущая неделя

В понедельник, в связи с празднованием Дня Мартина Лютера Кинга, торги в США не проводились. Во вторник котировки treasuries отступили после публикации данных по объему промышленного производства в стране, который оказался выше

прогнозов аналитиков и составил 0.6% в прошлом месяце, вместо ожидавшихся 0.5%. На этом фоне доходность десятилетних treasuries незначительно выросла до 4.36% годовых.

Тенденции

Общая неопределенность в отношении предельных уровней базовой ставки ФРС способствует тому, что, с одной стороны, ожидания скорого завершения цикла повышений и при этом снижение вероятности повышения ставок в Европе провоцирует спрос на казначейские облигации. С другой стороны, доходности treasuries находятся на минимальных уровнях, и, в случае, если ФРС покажет готовность продолжить повышения после январского заседания FOMC, доходности казначейских обязательств должны будут пойти вверх. Таким образом, оказавшись между двух огней, доходности госдолга США прочно основались в диапазоне 4.35-4.45% годовых, и, по всей видимости, не выйдут за его пределы вплоть до заседания ФРС 31 января.

Напомним, что согласно ожиданиям, ФРС на ближайшем заседании FOMC должна повысить базовую процентную ставку до 4.5% годовых. Исходя из высказываний представителей ФРС, после январского повышения ФРС может еще дважды повысить базовую ставку: в марте и летом 2006 г. В частности, об этом свидетельствует заявление главы ФРБ Чикаго Майкла Москоу, в котором он сообщил, что для сдерживания нарастающей инфляции Федеральной резервной системе США может потребоваться повысить уровень базовой процентной ставки. Кроме того, в самом протоколе ссылка на ограниченное число повышений ставки в этом году дает все основания надеяться на то, что к середине года ее уровень составит как минимум 4.75%. Данный факт оказывает существенное давление на котировки казначейских бумаг, и по мере приближения заседания ФРС оно будет только нарастать.

С другой стороны, ряд факторов продолжает поддерживать котировки treasuries, не давая доходностям выйти на справедливый уровень. Среди них стоит отметить существенный спрос со стороны иностранных инвесторов, равно как и ожидания скорого завершения цикла повышений ставки.

Так, выступление Трише в прошлый четверг после заседания комиссии по ставкам ЕЦБ, снизило ожидания в отношении того, что европейские денежные власти готовы пойти на жесткие меры по борьбе с инфляцией, тем более, что, как показывает статистика, давление с ее стороны в последнее время заметно ослабло. Таким образом, опасения относительно того, что спрос на американские активы упадет, если дифференциал между ставками с США и Европе сократится, выглядят безосновательно, и котировки treasuries продолжают получать поддержку со стороны иностранного капитала.

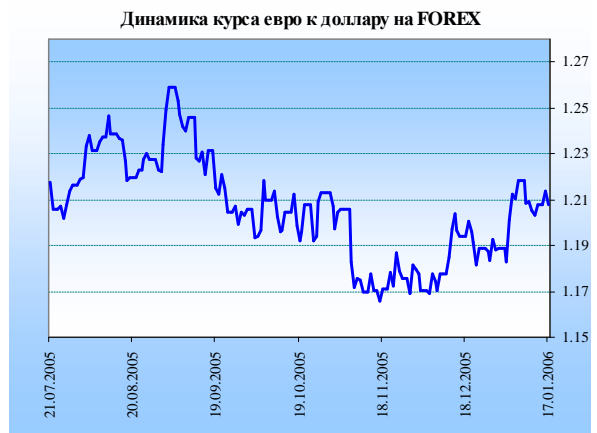
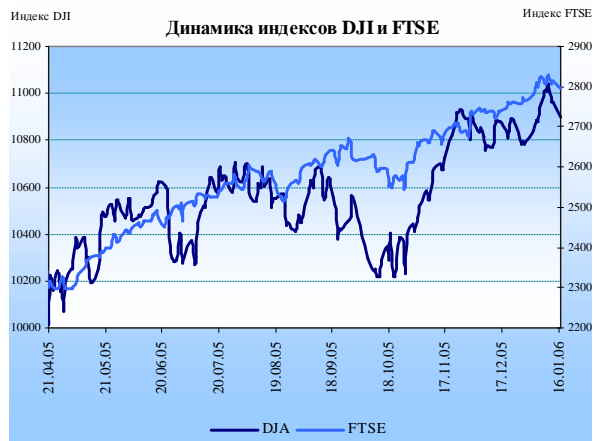
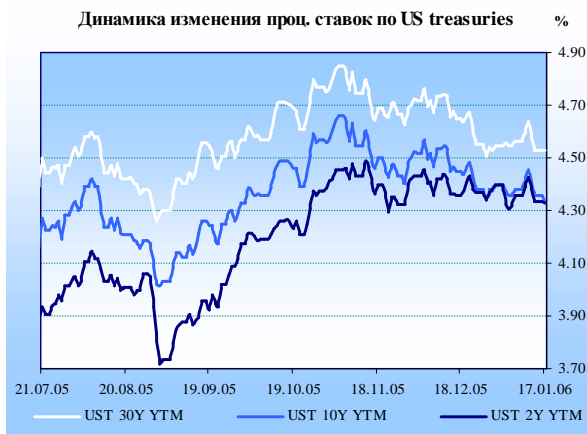


Кроме того, статистика по инфляции среди производителей, базовый показатель которых оказался ниже прогнозов, и данные по розничным продажам способствовали укреплению уверенности инвесторов в том, что ФРС в самое ближайшее время прекратит повышения базовой ставки, что также подстегнуло спрос на treasuries.

Тем не менее, стоит отметить, что текущие уровни ставок по treasuries в явном виде свидетельствуют об их перекупленности. Заметно подросшие котировки нефти также могут спровоцировать рост инфляционных опасений, что способствует восстановлению ожиданий в отношении продолжения цикла повышения базовой ставки после январского заседания FOMC.

На текущей неделе основное внимание инвесторов будет приковано к публикации индекса CPI, и данных по притоку иностранного капитала TICS, которые будут опубликованы в среду. Именно данные показатели помогут в какой-то мере сделать выводы относительно того, насколько далеко собирается зайти ФРС, повышая ставки, и будет ли январское повышение последним в текущем году.

В целом, сложившаяся неопределенность в отношении ставок удержит игроков от активных операций с treasuries, и, по всей видимости, отток средств в рискованные активы продолжится. Тогда, как сами ставки по десятилетним казначейским облигациям к концу недели могут начать восстановление. Однако, торги, скорее всего, будут походить в пределах диапазона 4.35-4.45% годовых.



Emerging markets

По итогам прошлого года, индекс Morgan Stanley Capital International's Emerging Markets увеличился на 30%. Это примерно в четыре раза превышает прирост индикатора MSCI World Index, в расчет которого входят страны с развитой экономикой.

Из 26 финансовых рынков стран с развивающейся экономикой, входящих в расчет MSCI Emerging Markets, 16 в четвертом квартале 2005 года выросли до рекордных показателей. Среди них, рынки России, Индии, Бразилии и ЮАР. Несмотря на колоссальные прибыли от роста emerging markets в прошедшем году инвесторы сохраняют позитивный настрой в их отношении и ожидают дальнейшего ралли в этом секторе рынка.

Облигации emerging markets росли с начала года, чему во многом способствовала неопределенность на рынке treasuries. Приток средств в долговые обязательства стран с развивающейся экономикой, согласно исследования Emerging markets portfolio research, за первую неделю января стал максимальным с марта 2005 г. Еще одним фактором, поддержавшим emerging markets на прошлой неделе стали растущие нефтяные цены, благодаря которым еврооблигации нефтедобывающих стран прибавили в цене.

В целом же, активных торгов в секторе долгов emerging markets отмечено не было, и спрос отмечался только со стороны спекулянтов, тогда как основные игроки решили дождаться выхода важных экономических данных по США в пятницу.

Начало недели

Начало недели в сегменте emerging markets носило негативный характер, но на фоне роста доходности UST спрэд EMBI+ остался на рекордном минимуме 230 б.п. Помимо внешних факторов снижению высокодоходных бумаг способствовали новые случаи птичьего гриппа в Турции, которые увеличивают затраты на здравоохранение и несут риск резкого сокращения притока туристов.

Отставка правительства Украины привела к продажам еврооблигаций страны, однако, существенного снижения не последовало. Снижение бумаг продолжилось на нью-йоркской сессии под давлением нового выпуска Бразилии 2037 года на \$1 млрд. С учетом понедельничного выпуска Бразилия наполовину выполнила программу займов на \$9 млрд. на 2006-2007 годы. Учитывая благоприятные технические и фундаментальные факторы, а также рост цен на товарных рынках, сокращение бразильских спрэдов может продолжиться.

В первую неделю января со своими размещениями на рынок вышли Турция и Филиппины. Неопределенность в отношении президентских выборов в Перу продолжила играть в пользу расширения спрэда по еврооблигациям этой страны. Макроэкономические параметры страны остаются очень сильными, и расширение спрэдов на 70 б.п. в декабре

представляется неоправданным в случае, если свежий опрос 15 января покажет снижение популярности левого кандидата Олланта Умалы перед президентскими выборами в апреле.

Среда

После небольшой коррекции, вызванной новым размещением Бразилии, птичьим гриппом в Турции и отставкой правительства Украины, инвесторы в EM вернулись к покупкам, что на фоне роста доходности UST привело к снижению рискованной премии EMBI+ до нового исторического минимума 226 б.п. Лидерами восстановления стали кредиты с рейтингом «B» и «BB», особенно латиноамериканские и турецкие еврооблигации. В то же время, бумаги с инвестиционным рейтингом подешевели на снижении базовых активов.

В Латинской Америке в положительной области закрылись практически все бумаги, кроме облигаций с инвестиционным рейтингом. Наиболее сильный рост показали долги Панамы, Венесуэлы, Колумбии и Бразилии, котировки которых дополнительно поддерживались ростом нефтяных цен. Исключением из общей динамики остаются украинские еврооблигации, а также долги Эквадора, снижению которых способствовало лидерство влиятельного майора Небота в опросах перед предстоящими президентскими выборами в Эквадоре в октябре, а также переговоры правительства о получении кредитов.

Четверг

В четверг в секторе emerging markets наблюдалась коррекция после роста котировок до максимальных отметок в течение недели. Поводом для продаж сокращение торгового дефицита США, прогноз снижения рейтинга Украины, большой объем суверенных размещений в начале года и птичий грипп в Турции. Кроме того, часть средств с emerging markets была отвлечена на предстоящий аукцион по размещению десятилетних treasuries. В результате, рискованная премия EMBI+ расширилась на 7 б.п. до 233 б.п.

Решение Fitch о снижении прогноза рейтинга Украины «BB-» до стабильного в связи с отставкой правительства не вызвало значительного падения, но отношение инвесторов к долгам страны постепенно ухудшается, и, скорее всего, игроки воздержатся от операций с долгами страны до мартовских выборов.

Пятница

Высокодоходные бумаги отставали от ралли UST из-за низкой активности участников на укороченной сессии в пятницу. Что, в результате, второй день подряд привело к расширению спрэда EMBI+, который закрылся на 235 б.п. На фоне роста котировок treasuries лучше выглядели еврооблигации с инвестиционным рейтингом. В спекулятивной категории хороший рост показал длинный конец долларовой кривой Бразилии и Филиппин.

Свежий опрос подтвердил лидерство Олланта Умалы, левого кандидата на президентских выборах Перу,



намеченных на 9 апреля. Инвесторы справедливо опасаются больших перемен, популистских решений и радикальных мер в одной из самых стабильных экономик региона. Умала уже пообещал в случае своей победы пересмотреть государственные нефтяные и газовые контракты. Вместе с тем, Перу составляет маленький процент в расчете индекса EMBI+, поэтому вряд ли стоит ожидать существенного снижения долгов Латинской Америки на этом фоне. Однако, негативный осадок у инвесторов остается.

Текущая неделя

Активность торгов в сегменте emerging markets оставалась низкой из-за выходного в США, и большинство бумаг сохранили свои позиции. Несмотря на окончание праздника в Турции местные инвесторы воздерживались от операций с внешними долгами страны, оценивая последствия птичьего гриппа. Активное сотрудничество Правительства Турции с международными организациями и готовность к решительным действиям пока позволяет сдерживать распространение вируса. Если это подтвердится официальными данными в течение 1-2 недель, мы сможем увидеть восстановление турецкого долга. Слабую динамику на торгах в понедельник показали бумаги Индонезии, которые снизились в преддверии нового суверенного выпуска.

Тенденции

Фундаментальная картина вокруг emerging markets продолжает оставаться благоприятной. Неопределенность в отношении ставки ФРС в ближайшее время будет способствовать оседанию капитала в долгах emerging markets, которые, учитывая общую тенденцию к снижению риска в секторе, рассматриваются как одни из наиболее приемлемых вложений.

Опасения относительно того, что капитал начнет вкладываться в американский фондовый рынок пока преждевременны. Опасения замедления темпов

экономического роста в Америке в настоящее время остаются достаточно сильными, тем более, что страхи в отношении инверсии кривой доходности treasuries, как сигнал близкой рецессии в экономике, еще не изжили себя.

Скорее всего, инверсия кривой сократит объемы carry-trade (стратегия, основанная на займе коротких денег в развитых странах для их вложения в длинные высокодоходные инструменты), что может снизить спрос на длинные активы рискованного сектора, в связи с этим, в первом полугодии внимание инвесторов может сместиться в пользу средних и даже коротких выпусков.

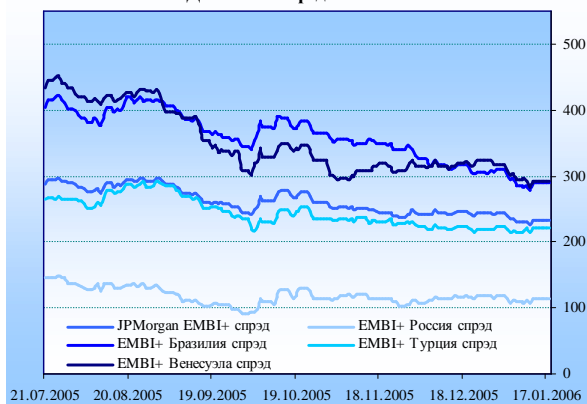
По мере приближения заседания FOMC, на котором, согласно всеобщему мнению, базовая ставка в США будет повышена до 4.5%, может начаться исход из treasuries, что даст emerging markets возможность получить мощный стимул к росту, и не исключено, что спрэды по наиболее популярным бумагам, таким как Бразилия, Филиппины и Россия, продолжат сужаться.

В целом, прогноз сектора emerging markets выглядит благоприятно в начале 2006 года. Главными факторами поддержки остаются ожидания паузы в цикле ставок в США и ожидания хорошего экономического роста в Латинской Америке и Азии. С точки зрения перспективных вложений, стоит выделить бумаги стран с рейтингом «ВВ», т.е. Филиппины, Бразилию.

Что касается ближайших перспектив, то стоит ожидать продолжения роста долгов emerging markets. Вместе с тем, ряд бумаг уже не выглядит так перспективно, как в прошлом году. В первую очередь это касается турецких бумаг, которые вряд ли смогут быстро восстановиться, поскольку страна будет вынуждена потратить дополнительные бюджетные средства на борьбу с вирусом. При этом, от успеха операции будут зависеть перспективы нового туристического сезона в Турции. Слабыми местами в карте латиноамериканских долгов остаются еврооблигации Перу и Эквадора. Взлет популярности Умалы в последних опросах уже привел к расширению спрэдов перуанских долгов на 70 б.п. в декабре.

Динамика спрэдов EMBI+

б.п.



Российские еврооблигации

Государственные еврооблигации

Российские еврооблигации во многом повторили динамику базовых активов. Начало нового года для рынка еврооблигаций России было отмечено умеренным ростом котировок на фоне резкого подъема emerging markets. Спрэд по доходности еврооблигаций РФ с погашением в 2030 году и десятилетних US Treasuries сужался до 108 базисных пунктов. Котировки «России-30» за неделю с начала 2006 года поднялись на 0.69%. Между тем, в связи с длительными новогодними каникулами в РФ в сегменте российских валютных бумаг велась довольно вялая игра, и поэтому он уступил латиноамериканскому сектору emerging markets, который открыл 2006 год с достижения исторических максимумов.

Начало недели

С открытием торгов 10 января рынок российских еврооблигаций, несмотря на достаточный достаточно оптимистичный настрой к середине дня начал снижаться, следуя за treasuries. В результате, котировки наиболее ликвидного выпуска российских госбумаг с погашением в 2030 г. отступили от понедельничной отметки 113.53 до 112.9% от номинала, при этом их доходность поднялась до 5.53% годовых. Спрэд «России-30» к десятилетним treasuries расширился с 108 п. до 112 п.

Среда

Российские евробонды по итогам торгов в среду незначительно снизились в цене при высокой волатильности, отвечая на коррекцию американского рынка казначейских обязательств в преддверии большого числа первичных размещений treasuries.

Стоимость наиболее ликвидного выпуска российских госбумаг с погашением в 2030 году составила 112.9%, а доходность не изменилась, оставшись на уровне 5.53% годовых. Спрэд EMBI Russia составил 108 п.

Четверг

Рынок российских еврооблигаций в четверг продолжил свое снижение вслед за treasuries, которые так и не дают ему шанса отыграть рост emerging markets в первые дни нового года. Участники рынка не рисковали открывать новые позиции пока не получат новых ясных сигналов о планах Федеральной резервной системы (ФРС) США. По итогам торгов «Россия-30» снизилась до 112.719% от номинала, что соответствовало доходности 5.55%. Спрэд EMBI Russia на тот момент составил 108 п.

Пятница

Котировки treasuries на американских торгах в четверг возобновили свой рост, что способствовала подъему котировок российского суверенного долга после коррекции в предшествующие дни. Состояние рынка US Treasuries, динамике которого подчиняется российский рынок, в четверг немного улучшилось после двухдневной коррекции в начале недели.

Двигателем подъема выступила высокая доходность десятилетних обязательств, выросшая за два дня до максимальных значений за месяц. Кроме того, выступление Трише и снижение инфляционных опасений способствовали росту уверенности инвесторов в близости завершения цикла повышения базовой ставки. Российские еврооблигации не воспользовались этим подъемом на рынке базовых активов, оставшись практически на вчерашних уровнях. Котировки «России-30» составили 112.7% от номинала, а доходность осталась равной 5.55%. Как следствие, спрэд между десятилетними treasuries и «Россией-30» расширился до 115 п.

Текущая неделя

В начале текущей недели котировки российских еврооблигаций росли вслед за повышательным движением treasuries на пятничных торгах. В результате, к концу дня «Россия-30» взлетела выше 113% номинала, а доходность сократилась до 5.51% годовых. Однако впоследствии, снижение казначейских бумаг прервало повышательный настрой российских облигаций, что способствовало их отступлению к отметке 112.9% от номинала.

Тенденции

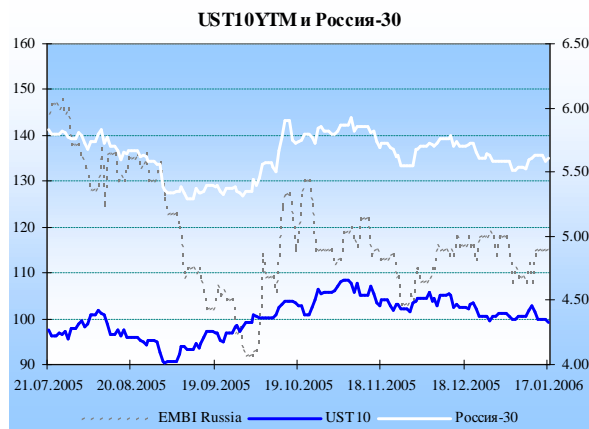
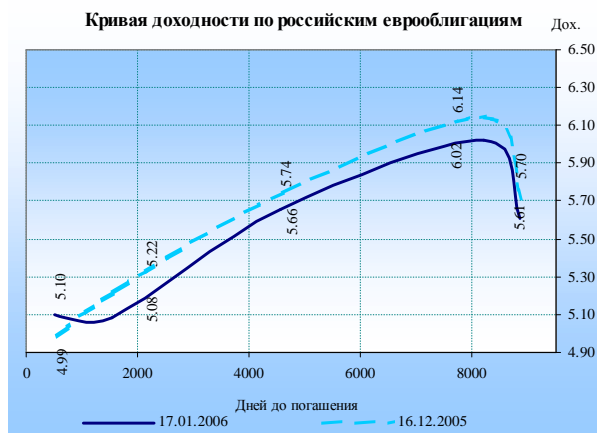
Долгосрочный тренд по Российским еврооблигациям остается понижительным в связи с неопределенностью решений ФРС, и, как показали недавние события, это влияет на рынки стран с развивающейся экономикой сильнее, чем временное увеличение покупок.

Между тем, в среднесрочном периоде общая экономическая ситуация в стране позволяет надеяться, что позитивный настрой инвесторов в отношении российских долгов сохранится с наступлением нового года, в частности, небольшое повышение котировок свидетельствует об устойчивом положении еврооблигаций России среди других долгов emerging markets. Российские бумаги продолжают оставаться одними из наиболее привлекательных среди других долгов развивающихся стран, и в них еще сохранился нереализованный потенциал от роста emerging markets, который они не смогли в полной степени реализовать в связи с затянувшимися праздниками в начале года.

Более того, отток средств из treasuries в ближайшее время будет только усиливаться, что может стимулировать спрос не только на высокодоходные рискованные активы, но также и на бумаги стран с инвестиционным рейтингом, таких как Россия, которые могут стать своего рода «тихой гаванью» для выведенного с американского рынка капитала.

Напомним, что принимая во внимание тот факт, что доходности treasuries будут неизбежно расти в следующем году, потенциал сужения спреда между «Россией-30» и US treasuries 10YTM в 2006 году может составить до 30 б.п. Таким образом, он может сократиться до 80 базисных пунктов.





Корпоративные еврооблигации

Российские компании побили рекорды по объемам выпуска еврооблигаций в 2005 г. Как свидетельствует исследование, проведенное экспертами агентства "Интерфакс-АФИ", объем средств, привлеченных российскими компаниями в ходе первичных размещений акций (IPO) на Лондонской фондовой бирже (LSE), составил в 2005 году свыше 14% от общего объема средств, привлеченных через IPO на LSE за минувший год. Как говорится в официальном сообщении Лондонской биржи, 2005 год был рекордным по количеству IPO на LSE с 2000 года: количество первичных размещений составило 421, а объем привлеченных средств - 16,2 млрд. фунтов. Российские компании в течение 2005 года привлекли в рамках IPO на Лондонской фондовой бирже денежные средства в размере около \$4,23 млрд., или 2,33 млрд. фунтов стерлингов. Таким образом, согласно расчетам, на IPO российских компаний приходится 14,4% всех денежных средств, привлеченных через IPO на LSE.

Что касается динамики прошлой недели, то единой тенденции в секторе корпоративных облигаций на прошлой неделе не сложилось. Повышение рейтингов «Газпрома» и «Сибнефти» на ступень агентством S&P не вызвало ралли этих бумаг, а еврооблигации «Сибнефти» даже откорректировались вниз. По итогам недели больше всего выросли длинный выпуск «Газпром-34» (+1.80%), выпуск «Банка Москвы-10» (+1.23%) и «ВТБ-35» (+0.94%). В целом, на прошедшей неделе неплохо смотрелись бумаги телекомов, банков и металлургических компаний. Больше всего потеряли в цене бумаги «Роснефти» (-0.42%), также снизилась «Сибнефть» (-0.21%).

Вероятно, первым эмитентом года на первичном рынке станет Ritzio с третьим выпуском CLN. Родшоу начнется 19 января в Москве. Ожидаемая доходность выпуска составит около 10% .

Из предстоящих размещений, стало известно, что «Внешторгбанк» планирует в ближайшее время разместить евробонды с плавающей доходностью на 200 млн. евро сроком обращения 1 год. Ставка купона определена на уровне шестимесячного Euribor + 30 базисных пунктов. Организаторами сделки выступают банки WestLB и Donau Bank.

В целом, корпоративные бумаги будут во многом зависеть от динамики котировок российского суверенного долга и, скорее всего, в ближайшее время несколько снизятся на фоне снижения котировок американских treasuries. Сохранение позитивного прогноза по обоим рейтингам «Газпрома» и «Сибнефти» оправдывает покупку этих бумаг. Стоит отметить, потенциал у длинных выпусков металлургических компаний. Коррекция по телекомам повысила их привлекательность, в особенности «Вымпелкома-9».

Лидеры/аутсайдеры в секторе корпоративных еврооблигаций на прошлой неделе

Место (на прошлой неделе)	Пятерка лидеров по абсолютному изменению за неделю	
1(1)	Газпром-34	1.80%
2(25)	Банк Москвы-10	1.23%
3(8)	Внешторгбанк-35	0.94%
4(24)	Банк Москвы-09	0.88%
5(19)	Северсталь-14	0.84%
Место (на прошлой неделе)	Пятерка аутсайдеров по абсолютному изменению за неделю	
46(16)	Банк ЗЕНИТ	-0.17%
47(22)	ТНК	-0.18%
48(44)	Сибнефть-07	-0.21%
49(17)	Промсвязьбанк	-0.31%
50(38)	Роснефть	-0.42%



Российские рублевые облигации

На прошедшей неделе на рынок рублевых облигаций действовали разнонаправленные факторы. Продолжает улучшаться ситуация с рублевой ликвидностью. Средняя величина остатков на корсчетах и депозитах коммерческих банков за неделю составила 547,5 млрд. рублей против 475,5 млрд. рублей в последнюю неделю 2005 года. Процентные ставки на рынке межбанковского кредитования к концу недели снизились и находятся на низких уровнях. Еще одним позитивным фактором явилась ситуация на валютном рынке. По итогам недели, доллар снизился по отношению к рублю на 1,366%. Некоторого негатива добавило снижение доходностей российских еврооблигаций - спрэд по доходности «России-30» к десятилетним американским государственным облигациям незначительно вырос.

ГКО-ОФЗ-ОБР

Большинство выпусков рублевых гособлигаций РФ в течение первой торговой недели января продемонстрировало рост на фоне достаточно высокой рублевой ликвидности банковского сектора. При этом, средневзвешенная доходность сектора ОФЗ-АД и ОФЗ-ФД 13 января опустилась до исторического минимума - 6,17% годовых, что на 28 базисных пунктов ниже показателя, зафиксированного в конце 2005 года.

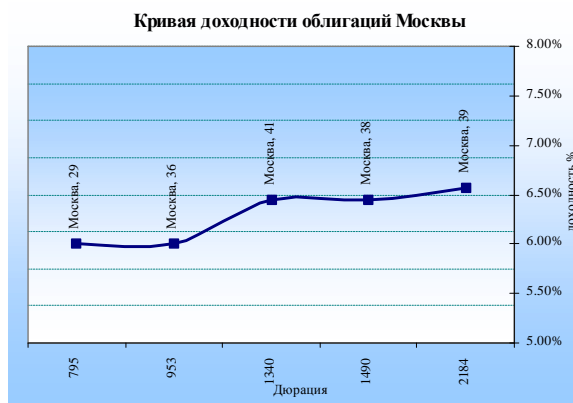
Среди факторов повлиявших на подъем котировок рублевого госдолга стоит также выделить существенный рост курса рубля по отношению к доллару США, увеличивший привлекательность вложений во все рублевые активы, а также благоприятная конъюнктура валютных госбумаг России, спрос на которые формировали иностранные инвесторы.

В то же время, ограниченный круг потенциальных покупателей ОФЗ из-за их непривлекательных процентных ставок служил причиной относительно невысоких объемов торгов госбумагами. Так, суммарный недельный объем вторичных торгов ОФЗ составил 6,56 млрд. рублей. Наибольшим спросом у участников рынка пользовались "длинные" выпуски госбумаг, имеющие наибольшую доходность, в результате чего, их котировки в четверг выросли более, чем на один процентный пункт и достигли исторических максимумов.

Цены рублевых гособлигаций ближе к концу текущей недели, скорее всего, немного снизятся в рамках коррекции после роста на прошлой неделе. Кроме того, понижительная тенденция на рынке базовых активов, за которым в последнее следует российский долговой рынок, также будет способствовать снижению рублевого госдолга.

Субфедеральные и муниципальные облигации

На вторичном рынке субфедеральных и муниципальных облигаций, как и по корпоративным облигациям, в течение недели происходило разнонаправленное движение котировок. Объем торгов на этом сегменте рынка за прошедшую неделю был весьма небольшим - 905,77 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 (303,9 млн. рублей). Далее расположились пятый выпуск облигаций Московской области и шестой выпуск облигаций Якутии, оборот по которым составил 198,04 млн. рублей и 63,8 млн. рублей, соответственно.



Корпоративные облигации

На вторичном рынке корпоративных облигаций в течение недели наблюдалось разнонаправленное движение котировок бумаг. Индекс корпоративных облигаций ММВБ RCVI за неделю снизился на 0,06% и остановился на значении 101,78. Бумаги первого "эшелона" практически единодушно выросли, в то время как котировки облигаций второго и третьего "эшелонов" снизились. Объем торгов корпоративными облигациями на ММВБ несмотря на укороченную рабочую неделю был на высоком уровне и составил 4 052,33 млн. рублей (без учета торгов в режиме переговорных сделок и сделок РЕПО). Наиболее значительный оборот наблюдался в среду, когда объем торгов составил 1750,55 млн. рублей. Объем по сделкам РЕПО по негосударственным рублевым облигациям составил за неделю 7 095,21 млн. рублей, объем торгов в режиме переговорных сделок - 23 140,82 млн. рублей.

Лидером среди корпоративных облигаций по объему торгов за неделю в основном режиме стал второй выпуск облигаций «Автоваза», оборот по которому составил 383,54 млн. рублей. Цена бумаги за неделю снизилась на 0,05% до 101,4% от номинала. Эффективная доходность бумаги к оферте через 13 месяцев осталась на уровне 7,97%.

Второе место по обороту заняли облигации «ФСК ЕЭС» второй серии. По этой бумаге было совершено сделок на сумму 288,04 млн. рублей. Цена долгового инструмента за неделю выросла на 1,61% до 105,06% от номинала, а доходность бумаги к погашению снизилась до 7,03%.

Третьим по объему торгов стал первый выпуск облигаций ОАО «Дорогобуж». Объем торгов по бумаге за неделю составил 275,95 млн. рублей. Цена этой облигации за неделю снизилась на 0,59% до 101,9% от номинальной стоимости. Доходность инструмента к оферте через 11 месяцев выросла до 7,84%.

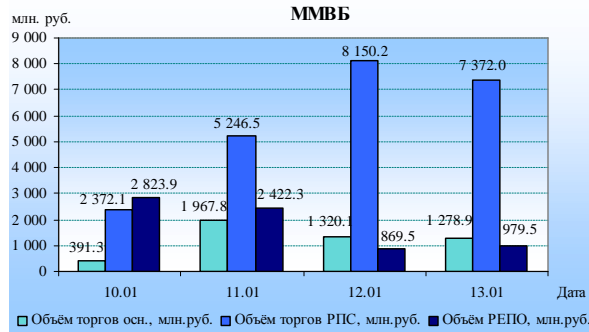
Лидером роста котировок за неделю среди достаточно ликвидных облигаций стали уже упоминавшиеся

бумаги «ФСК ЕЭС-2». Наиболее сильно снизилась цена облигаций «ИжАвто» (-1,15%).

Динамика индекса корпоративных облигаций ММВБ



Объемы торгов негос. рублевыми облигациями на ММВБ



Размещения прошлой недели

За прошедшую неделю на биржевом рынке рублевых облигаций первичных размещений не было.

Предстоящие размещения

На следующей неделе во вторник, 25 января, состоится размещение двухлетних облигаций торгового дома «Спартак-Казань» на сумму 500 млн. долл., по выпуску предусмотрена выплата 4 купонов.

Аналитический отдел ИФК «Алемар»

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

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»

