



РЫНОК ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ

ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР

18.10.2005 – 25.10.2005

В обзоре:

ОСНОВНЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА 2

МИРОВОЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК 2

US TREASURIES 2

EMERGING MARKETS 5

РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ 8

СУВЕРЕННЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ 8

КОРПОРАТИВНЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ 10

РОССИЙСКИЕ РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ 11

ГКО-ОФЗ-ОБР 12

СУБФЕДЕРАЛЬНЫЕ И МУНИЦИПАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ 13

КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ 13

ПРОШЕДШИЕ РАЗМЕЩЕНИЯ 14

ПРЕДСТОЯЩИЕ РАЗМЕЩЕНИЯ 14

Основные события:

- Базовая инфляция остается под контролем: PPI вырос до 1.9% м/м против прогнозов 1,7%, core PPI – 0.3% м/м, против прогнозов 0.2%.
- Джаннет Йеллен: «нейтральные базовые ставки находятся в диапазоне 3.5-5.5%»
- На рынке наблюдается risk aversion, спрос на американские долговые бумаги и бумаги с низкой премией к риску растет
- Emerging portfolio research продолжает показывать отток капитала с рынков emerging markets
- Спрэд России-30 к US treasuries достиг 130 п., однако сократился до 115 п. в начале текущей недели
- Состоялось доразмещение ОФЗ 25057 под 6.89% годовых.
- Лидеры роста по итогам недели: облигации Чувашии RU25004CHU0 (+0,91%) и НКНХ-4 (+0,71%)

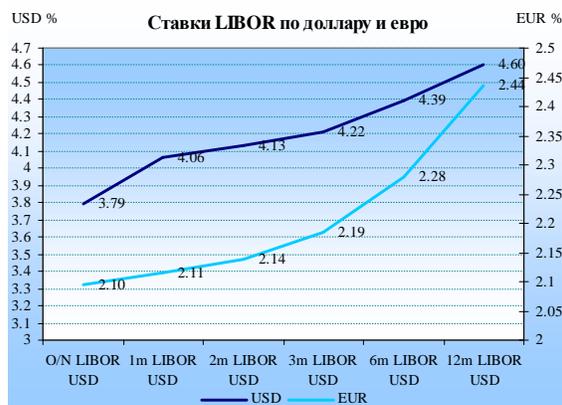


Основные индикаторы рынка

курсы ЦБ РФ	на	курс	+-
USD	26.10	28.6087	-0.0161
EURO	26.10	34.1874	-0.0135

индикатор	значение	изм.%	время
SPI	1 196,54	-0.24	26.10 00:04
DJI	10 377,87	-0.07	26.10 00:04
NQE	2 109,45	-0.3	26.10 00:59
NKS	13 373,29	0.7	26.10 06:53
DAX30	4 872,97	-0.59	25.10 19:45
FTO	5 182,10	-0.49	25.10 19:35

индикатор	значение	изм.%	время
RTSI	910.09	0.63	26.10 12:13
RTX	1 390,39	0.54	26.10 12:13
MCXINDCF	819.41	0.9	26.10 12:13
RCBI	102.14	-0.05	26.10 12:11



Мировой долговой рынок

Снижение спроса на нефть наряду с выросшей доходностью по американским казначейским бумагам и растущим долларом могут ознаменовать рождение новой долгосрочной тенденции на рынке. Ожидание дальнейшего удорожания долларовых активов приведет к долгосрочному глобальному смещению интереса инвесторов в пользу безрисковых активов.

Пока ставки по американским казначейским облигациям не прошли критические уровни, однако, публикуемые отчеты по движению капитала и отчет Казначейства США TICS демонстрируют заметно усилившийся спрос на американские активы со стороны иностранных инвесторов. В преддверии очередного заседания FOMC рынок занял выжидательную позицию, однако, если отметка 4.50% по десятилетним treasuries будет пройдена, отток средств из рискованного сегмента усилится и ознаменует собой период длительного спада на emerging markets.



US treasuries

Публикации данных по потребительской и производственной инфляции стали основным драйвером роста доходностей по американским казначейским бумагам на прошлой неделе. Потребительская инфляция в США совершила в сентябре максимальный скачок за 25 лет и составила 1.2% по отношению к августу этого года, в свою очередь, производственная инфляция выросла на 1.9%. Однако, как и прежде, столь существенный рост показателей объяснялся, в основном, ростом цен на энергоносители, в то время как показатели базовой инфляции остались минимальными. Так, core CPI вырос на 0.1%, а core PPI на 0.3%. Низкие показатели базовой инфляции вызвали сомнения инвесторов относительно того, что ФРС продолжит цикл повышения в новом году. Вместе с тем, заявления представителей ФРС как раз



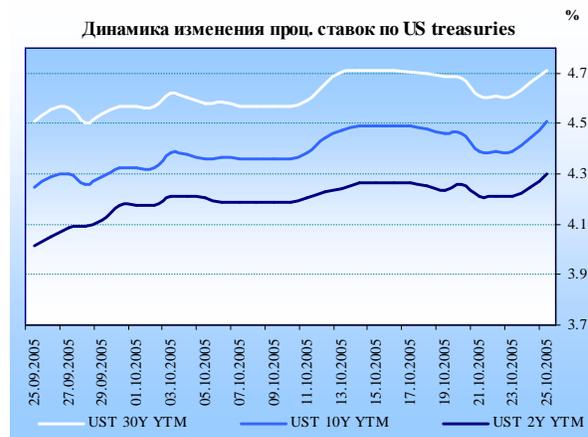
убеждали рынок в обратном. В частности, глава ФРБ Сан-Франциско Джаннет Йеллен отметила, что «нейтральными уровнями» базовой ставки для экономики США являются 3.5-5.5%, исходя из чего можно сделать вывод о том, что и после нового года ФРС продолжит повышение, чтобы достичь, по крайней мер, среднего значения в указанном диапазоне. Комментарии глав ФРБ Далласа и ФРБ Ричмонда также отражали необходимость дальнейшего повышения базовой ставки для борьбы с инфляционным давлением и, в частности, высокими ценами на энергоресурсы. Вышедшие в течение недели статданные дополнительно продемонстрировали рост ценной составляющей при достаточно стабильном развитии американской экономики в целом.

Наметившийся в середине недели рост нефтяных котировок на фоне приближающегося к Мексике урагана «Вилма» неблагоприятно повлиял на доходности treasuries, заставив их день ото дня снижаться. Как следствие, доходность по treasuries стала постепенно отступать от достигнутых значений 4.48% годовых и к четвергу опустилась до 4.45%, после чего последовал неожиданный скачок котировок в пятницу, который привел к падению доходности до 4.38% годовых.

Существует еще один фактор, который может объяснить неспособность доходности американских бондов преодолеть ключевые уровни. Как показал отчет Казначейства США TICS, приток иностранного капитала в длинные долговые бумаги увеличился в сентябре, даже несмотря на общую неопределенность рынка в отношении перспектив американской экономики после ударов ураганов «Катрина» и «Рита». Можно предположить, что снижение вероятности существенного повышения базовой ставки и высокие уровни доходности treasuries были расценены как достаточно дешевые для открытия длинных позиций, что стимулировало спрос на казначейские бумаги США, тем самым, поддержав рост их котировок.

В целом, динамика казначейских облигаций на прошлой неделе не соответствовала новостному фону, из которого как раз можно было сделать выводы о том, что котировки treasuries будут продолжать свое падение, особенно в преддверии заседания Комиссии по открытым рынкам. С одной стороны, подобное поведение казначейских бумаг может быть объяснено ожиданиями краткосрочности инфляционного давления, что косвенно подтверждается снижением цен на нефть, являющихся основной компонентой в приросте инфляции.

С другой стороны, отсутствие спроса на рискованные активы при одновременном росте спроса на доллар и казначейские облигации говорит о намечающейся тенденции к risk aversion, которая, в итоге, может сузить глобальную смену акцентов на мировом долговом рынке. В пользу данного развития событий говорят как высокие инфляционные показатели, так и прогнозируемый аналитиками «нейтральный» уровень базовой ставки, который может достичь к лету 2006 г. 4.75%, таким образом, доходность по десятилетним us treasuries может скакнуть до 5-5.25% в ближайшие полгода.



Что касается инфляционной составляющей, то текущее падение нефтяных цен может рассматриваться как краткосрочное явление и, принимая во внимание дальнейший рост потребления энергоресурсов развивающимися странами, в ближайшее время ожидать какого-либо существенного снижения по ним не приходится.

В понедельник на фоне публикации потребительской инфляции, рост которой достиг максимального значения за 25 лет, доходности us treasuries росли. Даже наиболее оптимистично настроенные экономисты теперь признали, что повышение ставок продолжится и в следующем году. В итоге, к концу дня доходность индикативных десятилетних облигаций закрылась вблизи 4.50%. На рынке доминировало мнение о том, что повышение ставок будет происходить на фоне стабильного роста и ускорения инфляции, что в понедельник нашло подтверждение в повышении индекса цен производителей за сентябрь, который вырос на 1.9%, хотя рост базового показателя производственной инфляции оказался скромным – 0.3%. Аналитики предсказывали рост индекса на уровне 1.2%, а его базового показателя – на уровне 0.2%.

Во вторник котировки казначейских обязательств США после открытия торгов в Нью-Йорке незначительно скорректировались вниз, несмотря на превысивший ожидания индекс производственной инфляции. По всей видимости, инвесторы переоценили свое отношение к инфляционным явлениям в американской экономике. Рынок осознал, что ФРС продолжит краткосрочное повышение ставок, однако, появились надежды на то, что ускорение инфляции – явление временное, поэтому инвесторы сочли нынешние уровни дешевыми, и базовые активы стали восстанавливаться. Кроме того, неудовлетворительные пятничные данные по уровню промышленного производства и потребительского доверия в США также способствовали повышению котировок длинных treasuries. В целом же, несмотря на рост котировок, доходности десятилетних гособлигаций остались на высоких уровнях – 4.47% годовых.

В среду тенденция к росту доходности казначейских обязательств США возобновилась на фоне заявления вице-председателя совета директоров Федеральной резервной системы (ФРС) Роджера Фергюсона о том, что американский ЦБ продолжит увеличивать процентные ставки. Он заявил во вторник, что ФРС продолжит поднимать процентные ставки, поскольку более высокие цены на энергоносители замедляют темпы роста экономики. Это заявление, а также негативный настрой, связанный с ростом инфляции в США, способствовали продолжению повышения доходности американских казначейских обязательств, однако, оно не было существенным.

В четверг падение стоимости десятилетних US Treasuries в начале торгов в Нью-Йорке оказалось сильнее, чем за неделю, причем котировки опустились до минимальной отметки за этот период на фоне ожиданий публикации Федеральным резервным банком (ФРБ)



Филадельфии октябрьского индекса деловой активности в производственном секторе. После публикации сильных показателей были предприняты попытки продать рынок, но к закрытию силы продавцов иссякли. Для преодоления этой психологически важной отметки потребуются более существенные факторы. Доходность десятилетних treasuries, в итоге, составила 4.45%.

В пятницу доходность по десятилетним US treasuries упала до трехнедельного минимума. В отсутствии важных отчетов инвесторы интерпретировали комментарии целого ряда представителей ФРС, прозвучавших на прошлой неделе, как признак того, что инфляция носит краткосрочный характер, и посчитали текущие уровни котировок treasuries приемлемыми для покупки. Дополнительно сказался спрос иностранных инвесторов, которые в конце недели стали активно скупать treasuries. Кроме того, рынок получил поддержку за счет спроса на «тихую гавань» из-за надвигающегося на Флориду урагана «Уилма», которому присвоена 3-я степень опасности по 5-бальной шкале. В Карибском море зарождается новый ураган «Альфа», который уже угрожает берегам Гаити и Доминиканской Республики. В итоге, доходность 10Y UST опустилась до 3-х недельного минимума на уровне 4.39%, а кривая доходности приобрела более пологую форму на фоне снижения инфляционных опасений. Спрэд доходности между двухлетними и десятилетними бумагами сократился 20 до 17.9 б.п.

На текущей неделе важными станут публикация индекса потребительского доверия. В конце недели инвесторы будут следить за данными по потребительскому доверию, заказами на товары длительного пользования и оценкой ВВП, которые позволят оценить, насколько серьезна проблема инфляции и насколько успешно ФРС с ней борется.

Emerging markets

Для emerging markets наступил момент истины. Отчеты emerging markets portfolio фиксируют вывод капитала из развивающихся стран хедж фондами уже третью неделю подряд. При этом вышедший отчет Казначейства США TICS за сентябрь отразил приток средств в американские длинные казначейские бумаги. Вполне вероятно, что сейчас на рынке назревает глобальное смещение интереса инвесторов в пользу безрисковых активов. Поэтому, несмотря на повсеместное признание сильных фундаментальных и технических параметров многих развивающихся стран, опасения роста процентных ставок в США заставляют участников фиксировать прибыль. Текущие уровни котировок treasuries при условии того, что базовая ставка не вырастет выше 4.25%, являются привлекательными для инвесторов, однако, по всей видимости, они еще не достигли ожидаемого рыночным уровнем, и их снижение продолжится.

С другой стороны, стоит помнить о том, что рекордные ценовые уровни, достигнутые еврооблигациями ряда стран, были существенно завышены, и поэтому фиксация



прибыли была неизбежной. Однако, уже отмеченная позитивная фундаментальная картина, по мнению аналитиков, позволяет им сохранить некоторый потенциал для роста в ближайшее время, особенно, если инвесторы убедятся в том, что доходность по treasuries будет расти в течение ближайшего полугодия. Об этом свидетельствует и тот факт, что отток капитала не принял глобального масштаба, а снижение котировок в первой половине октября может объясняться уходом с рынка спекулятивных игроков.

В целом, слабый рост бондов emerging markets говорит о спекулятивном характере торгов, который преобладал на прошедшей неделе. В пользу этого говорят покупки инвесторами наиболее ликвидных бумаг, волатильность которых в последнее время увеличилась, что повысило возможность получения спекулятивной выгоды.

В понедельник спекулятивные покупки подешевевших в ходе двухнедельного падения emerging bonds привели к снижению рискованной премии EMBI+ на 10 б.п. до 269 б.п. Однако, скорее всего, это были спекулятивные вложения, и торги развивались по техническому сценарию. Отсутствие сильных покупательских настроений подтверждается также снижением котировок большинства суверенных еврооблигаций от их дневных максимумов на фоне роста доходности базовых активов ближе к концу торгов. Наиболее сильное восстановление демонстрировали лидеры падения - долги Панамы, Колумбии, Перу, Венесуэлы. В целом, на рынке наметилась консолидация, однако, волатильность на текущем этапе будет оставаться высокой из-за неопределенности прогноза ставок США и цен на нефть, которые в начале недели выросли из-за надвигающегося тропического шторма «Уильмы».

Во вторник на фоне стабильного рынка базовых активов долги emerging markets продолжили восстановление после 10-дневной фиксации прибыли, что привело к сокращению рискованной премии EMBI+ еще на 4 б.п. до 267 б.п. Основным фактором к росту долгов развивающихся стран послужила неопределенность того, сохранится ли risk-aversion на глобальных рынках и насколько сильно окажется тенденция к дальнейшему росту доходности treasuries. Кроме того, при сильных фундаментальных параметрах, большинство суверенных еврооблигаций торгуются дорого, и очевидные факторы дальнейшего роста отсутствуют. Рост котировок также сдерживали цены на нефть, которые после роста в начале недели на фоне опасений урагана «Уильма» вновь развернулись вниз, что усилило "медвежьи" настроения. Хуже торговались турецкие еврооблигации, поскольку рынок ожидает решение Суда по приватизации предприятий на \$6.5 млрд. Лучше рынка смотрелись долги Эквадора, которые, помимо высоких цен на нефть, выигрывают за счет благоприятных перспектив получения международных кредитов.

В среду долги emerging markets практически не изменились, и плавное коррекционное движение вверх сохранилось. Инвесторы смотрят на UST, нефть и экономические отчеты, которые могли бы вернуть



активность в сегмент.

Важной стала новость о снижении Центробанком Бразилии ставки Selic на 50 б.п. до 19%, что воспринимается как свидетельство контроля над инфляцией. Спрэд бразильских бумаг сократился на 5 б.п. Однако, несмотря на то, что долги Бразилии являются бенчмарком рискованного сегмента, существенного ралли за этим решением на рынке не последовало. Возможно потому, что ставки в Бразилии остаются на одном из наиболее высоких уровней среди emerging markets, и их понижение не будет иметь существенного влияния на экономику.

В четверг неопределенность на рынке emerging markets сохранилась. Восстановление на фондовых рынках, послужило сигналом к активизации ряда инвесторов. Частично этому способствовала растущая уверенность участников в восстановлении роста стоимости еврооблигаций emerging markets. В частности, JP Morgan Asset Management прогнозируют восстановление роста стоимости гособлигаций, выпущенных такими странами, как Россия, Бразилия, Мексика и Венесуэла, однако, именно этот сегмент рынка признается наименее рискованным, что поддерживает целостный risk aversion-подход инвесторов. Представители TCW Group Inc. и CreditSights Inc. также считают падение временным явлением и ожидают скорого возобновления положительной динамики. При этом, согласно прогнозам аналитиков, темпы роста стоимости еврооблигаций стран emerging markets превысят в течение нескольких месяцев рост цены U.S. Treasuries.

Лучше выглядели бразильские бумаги (после сокращения ставки ЦБ страны сразу на 50 б.п.) и колумбийские еврооблигации (Верховный Суд страны все-таки одобрил переизбрание президента Толедо на второй срок), однако, царящая неопределенность не позволила распространиться этим позитивным настроениям на весь сегмент.

Стоит отметить улучшение долгового профиля Нигерии после того, как Парижский Клуб согласился списать около 60% (\$18 млрд.) долга страны. Тем не менее, долги Нигерии Brady серии Paг практически не изменились от номинала, поскольку правительство имеет опцион на их досрочное погашение.

В пятницу долги emerging markets продолжили торговаться под действием внешних факторов. С одной стороны, снижение доходности базовых активов и цен на нефть оказали поддержку высокодоходному сегменту, а с другой, падение фондовых рынков подтвердило бегство инвесторов от риска (risk-aversion). В результате, большинство еврооблигаций emerging markets выросли, однако, их рост был незначительным по отношению к падению treasuries, в результате, спрэды расширились на 6 б.п. до 277 б.п. Еще одно подтверждение risk-aversion заключалось в том, что лучше выглядели долги стран с инвестиционным рейтингом, такие как ЮАР, Россия, Мексика.

Ожидания роста доходности по treasuries и фиксация прибыли по рискованным активам в первые две недели



октября привели к тому, что многие инвесторы ушли в денежную позицию и теперь ожидают реакции рынка на решение FOMC, которое может прояснить горизонты повышения базовой ставки ФРС.

На первичном рынке Южная Корея начала рыночную стадию размещения 10-летних бумаг на \$1 млрд. В этот же день агентство Fitch повысило рейтинг страны до «А+», сославшись на то, что Северная Корея подписала договор о сворачивании своей ядерной программы.

В начале текущей недели доходность американских казначейских обязательств смогла существенно вырасти, на фоне ожиданий в пятницу предварительных данных об объеме ВВП США в третьем квартале. Экономисты прогнозируют, что экономический рост в прошедшем квартале составил 3,6%. Во втором квартале ВВП вырос на 3,3%. Как отмечают аналитики, в условиях роста экономики и высокого уровня инфляции в США, а также учитывая опасения, что Федеральная резервная система повысит базовую ставку на обоих заседаниях, оставшихся до конца года, инвесторы снова предпочитают вкладывать средства в рынки стран с развивающейся экономикой в ожидании более существенного подъема доходности по treasuries.

Из новостей первичного рынка стоит обратить внимание на ожидаемый выпуск еврооблигаций Вьетнама с 10-летним выпуском на \$500 млн., которому S&P присвоило рейтинг «BB-».

В целом, на этой неделе выжидательная тенденция на emerging markets сохранится, при этом драйверами рынка останутся наиболее ликвидные бумаги. Торги будут, в основном, проходить по техническому сценарию, однако присутствие спекулятивного интереса может существенно повысить волатильность.

Каких-либо изменений можно ожидать после заседания FOMC, когда рынок найдет новую цель для роста базовой ставки. Скорее всего, ожидания рынка относительно «нейтральных уровней ставки ФРС подтвердятся, и на этом фоне отток капитала из рискованных активов может возобновиться с новой силой.

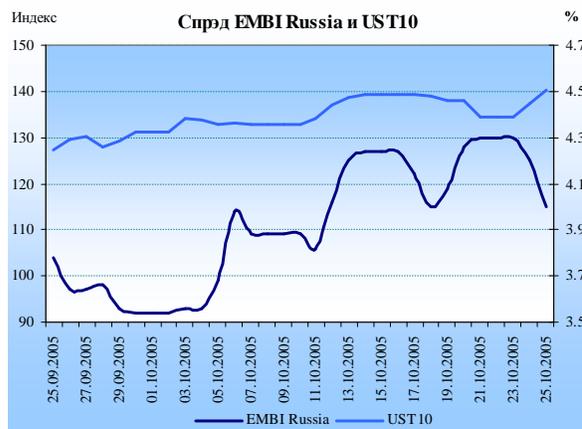
Российские еврооблигации

Суверенные еврооблигации

Тенденции на рынке российских еврооблигаций в общих чертах повторили описанную выше динамику всего сектора emerging markets. Российские облигации наряду с облигациями Бразилии и Венесуэлы продолжали пользоваться интересом инвесторов, особенно учитывая последнюю тенденцию к risk aversion.

Негативно отразилось на котировках российского суверенного долга падение фондового рынка, начавшееся на волне вывода спекулятивного иностранного капитала из сектора рискованных активов, в том числе и российского. Однако впоследствии, достаточно сильная фундаментальная поддержка и небольшая премия за риск на фоне глобальной тенденции к risk aversion вновь вернули спекулятивный спрос в российский сектор.

На текущей неделе сложно ожидать, что рынок быстро



восстановится, поскольку всеобщая неопределенность сохранится. В пятницу публикация показателя роста ВВП в США за третий квартал покажет, насколько сильно экономику задела ураганы. Если ВВП будет выше ожиданий, то, скорее всего, возобновится концентрация на борьбе с инфляцией, и тогда emerging markets ждут не лучшие времена.

В понедельник котировки суверенных евробондов РФ с погашением в 2030 году выросли впервые за четыре торговых дня. На конец дня рыночная цена "России-30" составила 110,34% от номинала, что на 0,2% выше среднего уровня, сформировавшегося к этому времени в минувшую пятницу. Доходность этих бумаг снизилась на 14 пунктов, до 5,68% годовых. К этому времени спрэд по доходности между этими бумагами и 10-летними US Treasuries сузился на 7 пунктов и составил 123 пункта. По мнению аналитиков, если «Россия» остановится на достигнутом уровне спрэда (что наиболее вероятно, так как прошедшие на прошлой неделе продажи позволили значительно повысить привлекательность суверенных госбумаг), может начаться новая волна покупок.

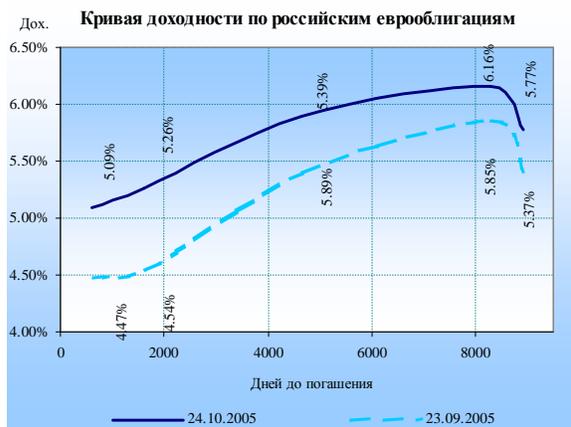
Во вторник рост наиболее ликвидного выпуска «России-30» продолжился. К вечеру средняя рыночная цена данных облигаций составила 111,616% от номинала, что на 1,14% выше среднего уровня, сформировавшегося к этому времени днем ранее. Доходность снизилась на 5 пунктов до 5,63% годовых. К этому времени спрэд между доходностью российских еврооблигаций с погашением в 2030 году и десятилетних US Treasuries сузился на 9 пунктов и составил 114 пунктов.

В то же время, подъемом вверх рынок скорее был обязан подлившему развитию техническому сценарию и закрытию коротких позиций. К вечеру средняя рыночная цена наиболее ликвидного выпуска евробондов с погашением в 2030 году составила 111,200% от номинала, что на 1% ниже среднего уровня, сформировавшегося к этому времени днем ранее. Доходность выросла до 5,69% годовых.

В среду на рынке еврооблигаций РФ преобладала отрицательная динамика на фоне волатильности котировок. Без поддержки облигаций других стран сектора emerging markets котировки суверенного долга стали снижаться. К вечеру средний уровень котировок по «России-30» составил 111,475 при доходности 5,66%.

В четверг российский рынок внешнего госдолга скорректировался вверх вслед за emerging markets. К концу торгов в Москве средняя рыночная цена наиболее ликвидного выпуска евробондов с погашением в 2030 году составила 111,261% от номинала, что на 0,05% выше среднего уровня, сформировавшегося к этому времени днем ранее. Спрэд между доходностями "России-30" и десятилетних US Treasuries составил 119 пунктов. Доходность практически не изменилась со среды и осталась на уровне 5,69% годовых.

По мнению аналитиков, несмотря на двухнедельное снижение котировок на рынках стран с развивающейся



экономикой, основы инвестиций в них остаются очень стабильными. Американская экономика будет развиваться устойчивыми темпами, даже если продолжится повышение ставок, отмечают эксперты. В этом году доход от еврооблигаций стран emerging markets в четыре раза превысил прибыль от американских казначейских обязательств.

Вместе с тем, в Нью-Йорке котировки 10-летних US Treasuries в четверг упали до минимумов за неделю в ожидании публикации Федеральным резервным банком Филадельфии октябрьского индекса деловой активности в производственном секторе.

В пятницу на рынке внешнего госдолга РФ произошло усиление продаж, которое можно объяснить фиксацией прибыли после того, как облигации по ходу недели росли. К вечеру средняя рыночная цена «России-30» году составила 110,839% от номинала, что на 0,38% ниже среднего уровня, сформировавшегося к этому времени днем ранее. Доходность выросла с четверга на 3 базисных пункта до 5,71% годовых. Спрэд между процентными ставками России-30 и десятилетних US Treasuries составил 130 пунктов.

В конце торгов в пятницу евробонды emerging markets возобновили рост, который российскому долгу не удалось отыграть в течение дня. Именно этот факт спровоцировал подъем котировок по облигациям в понедельник. В результате, доходности удалось восстановиться до уровня 111,195% от номинала.

Принимая во внимание текущие тенденции, спрос на наиболее ликвидные выпуски суверенного долга России сохранится. Из них стоит отметить еврооблигации «Россия-30» и «Россия-18».

Корпоративные еврооблигации

Подъем котировок на emerging markets, равно как и рост суверенного долга России, в течение прошлой недели оказали благотворное влияние и на корпоративные облигации. В частности, стоит отметить рост длинных облигаций «Газпрома», банков, телекомов, а также металлургических компаний.

В случае с «Газпромом», приближающаяся реорганизация и присоединение «Сибнефти», равно как и увеличившаяся в связи с покупкой нефтяного актива долговая нагрузка, негативно сказались на краткосрочных перспективах концерна. Вместе с тем, позитивные долгосрочные ожидания способствуют росту длинных облигаций газового гиганта. В результате, котировки «Газпрома-20» и «Газпрома-30» выросли на 1.02% и 1.07% с понедельника по пятницу.

По ходу недели неплохо смотрелись выпуски телекомов. Так, «Вымпелком-9» вырос на 0.39%, а МТС и «Мегафон» остались на прежних уровнях.

В банковском секторе отличился «Внешторгбанк», выпуски которого выросли на 0.12-0.20% от номинала. Еврооблигации «Сбербанка-15» также выросли на 0.75%. В остальном финансовом секторе наблюдался небольшой рост, однако он был ограничен 0.20-0.25%

На текущей неделе продолжают неплохо смотреться



длинные еврооблигации Газпрома, а после некоторой консолидации вполне вероятно возобновление тенденции к сужению спрэдов между МТС и Вымпелкомом, ММК и Северсталью, особенно после повышения прогноза рейтинга последней.

Стоит отметить также повышение рейтинга МДМ-банка до «ВВ-», которое удержало его еврооблигации от падения и создаст платформу для некоторого роста на текущей неделе. Кроме того, повышение рейтинга позволит банку по более выгодным условиям запустить программу секьюритизации автокредитов, следовательно, стоит ждать его выхода на рынок в ближайшее время.

На первичном рынке активизировались представители металлургической отрасли. «СУАЛ» не исключает до конца года выпуск на \$300 млн.

«Евразхолдинг» имеет более четкие планы по выпуску индикативных (7-10 лет) евробондов на \$500 млн. Родшоу начнется уже 26 октября.

Из высокодоходных CLN на рынке планируется выпуск «Открытых инвестиций». Компания подконтрольна холдингу «Интеррос», но выпуск, скорее всего, будет без рейтинга, поэтому можно рассчитывать на доходность от 9.5%.

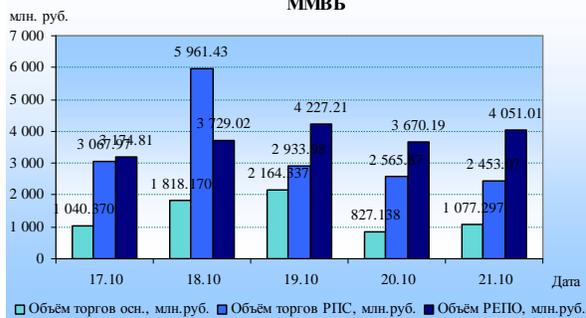
«Ренессанс» также планирует выйти на рынок, однако пока, по всей видимости, ожидает благоприятной ситуации на emerging markets. Ожидаемая доходность бумаг «Ренессанса» составит около 8.0%

На вторичном рынке началось обращение новых CLN «АВТОВАЗа» на \$250 млн., доходность которых составила 8.5%

Российские рублевые облигации

Факторы, действовавшие на рынок рублевых облигаций на прошлой неделе, были в основном положительными. Следует отметить продолжающую оставаться благоприятной ситуацию с рублевой ликвидностью. Средняя величина остатков на корсчетах и депозитах коммерческих банков за неделю составила 461,5 млрд. рублей против 488,9 млрд. рублей неделей ранее. Ставки на рынке межбанковского кредитования в течение недели оставались на низком уровне. Доходности российских еврооблигаций, значительно снизились на позапрошлой неделе, при этом спрэд по доходности к американским государственным облигациям остался примерно на том же уровне, что и неделю назад. Ситуация на валютном рынке в течение недели оставалась стабильной. По итогам недели, доллар вырос по отношению к рублю на 0,08%.

Объемы торгов негос. рублёвыми облигациями на ММВБ



ГКО-ОФЗ-ОБР

Равно как и на рынке внешнего госдолга, большую часть прошедшей недели в секторе ОФЗ преобладал рост цен, и только в пятницу котировки облигаций немного снизились. В течение пяти рабочих дней активность была невысокой, несмотря на проведенный аукцион. Динамику лучше рынка, по итогам недели, продемонстрировали амортизационные ОФЗ серий 46005 (+2,3%) и 46001 (+0,32%). Наиболее сильно снизилась стоимость длинных амортизационных ОФЗ-АД серии 46. Объем торгов на вторичном рынке ГКО-ОФЗ за прошедшую неделю составил 10 252,35 млн. рублей (с учетом доразмещения ОФЗ серии 25057).

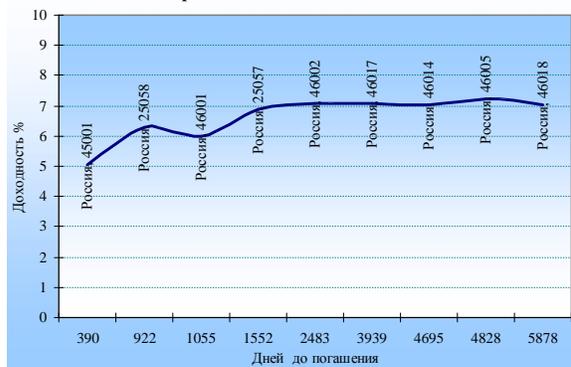
Плавный рост цен на рынке рублевого госдолга начался в понедельник, что во многом стало следствием положительной коррекции после их значительного снижения в середине октября. Позитивное влияние на стоимость облигаций оказала ситуация на рынке валютного госдолга и высокая рублевая ликвидность банковской системы. Традиционно активность в начале недели была низкой, поскольку многие из участников ожидали очередной аукцион Минфина.

В среду состоялось дополнительное размещение ОФЗ-ПД серии 25057 (с погашением в 2010 году) на сумму 8 млрд. рублей по номиналу. Всего было реализовано бумаг на сумму 4,27 млрд. рублей по номиналу. При этом объем спроса по рыночной стоимости превысил 15 млрд. рублей. Средневзвешенная цена этого выпуска на аукционе составила 102,614% от номинала, что соответствует доходности 6,89% годовых. После аукциона неудовлетворенный спрос вылился на вторичный рынок, в результате, в четверг средняя ставка рынка ОФЗ-АД и ОФЗ-ФД снизилась на 4 базисных пунктов до 6,71% годовых.

Между тем, в пятницу последовало снижение стоимости ряда бумаг, что стало следствием фиксации прибыли спекулятивными игроками. Кроме того, негативно сказалось на рынке сокращение количества свободных рублей в банковской системе после перечисления в бюджет банками налога на добавочную стоимость в предыдущий день. При этом средняя ставка рынка ОФЗ-АД и ОФЗ-ФД 21 октября подросла на 2 базисных пункта до 6,73% годовых.

Слабая динамика на рынке внешнего долга, равно как и снижающаяся под действием фактора конца месяца рублевая ликвидность скажутся на снижении активности игроков на рынке ГКО-ОФЗ. Котировки бумаг, скорее всего, продолжат движение в боковом тренде, при этом средневзвешенная ставка рынка ОФЗ-АД и ОФЗ-ФД останется в диапазоне 6,7-6,75% годовых. Кроме того, слабому интересу потенциальных инвесторов к этому сегменту рынка будет способствовать довольно непривлекательный уровень доходности большинства выпусков Минфина. Фактор сосредоточения большинства бумаг в руках ограниченного круга игроков, близких к государству и придерживающихся консервативной стратегии инвестирования (Сбербанк, Пенсионный фонд) придаст рынку дополнительную стабильность.

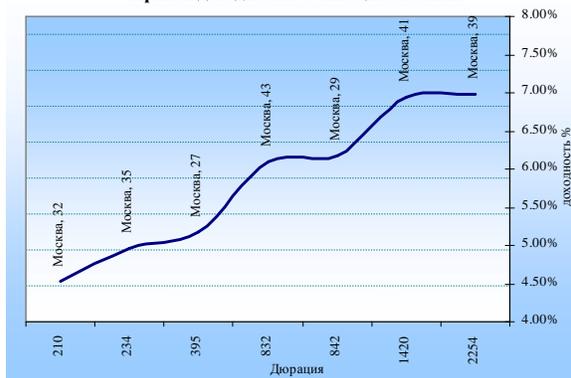
Кривая доходности ГКО-ОФЗ



Субфедеральные и муниципальные облигации

На вторичном рынке субфедеральных и муниципальных облигаций, как и на корпоративном, единой динамики не сложилось. Наиболее ликвидные бумаги выглядели немного лучше рынка. Объем торгов на этом сегменте рынка облигаций за прошедшую неделю заметно снизился и составил 3 539,5 млн. рублей (без учета торгов в режиме переговорных сделок и сделок РЕПО). Среди немногих бумаг, чьи цены выросли, следует отметить облигации Чувашии (гос. регистр. номер RU25004CHU0) (+0,91%). Лидером по обороту за неделю в основном режиме торгов стал пятый выпуск облигаций Московской области (1118,52 млн. рублей). Далее расположились двадцать седьмой и тридцать девятый выпуск облигаций Москвы, оборот по которым составил 832,4 млн. рублей и 547,7 млн. рублей соответственно.

Кривая доходности облигаций Москвы



Корпоративные облигации

На вторичном рынке корпоративных облигаций в течение недели наблюдалось разнонаправленное движение котировок. Индекс корпоративных облигаций ММВБ RCB1 за неделю снизился на 0,04% и остановился на значении 102,3. В котировках облигаций первого "эшелона" также не наблюдалось единой тенденции. Объем торгов по ним по сравнению с предыдущей неделей снизился. Лучшую динамику котировок продолжали демонстрировать бумаги второго и третьего "эшелонов". Объем торгов корпоративными облигациями на ММВБ за прошедшую неделю снизился по сравнению с предыдущей и составил 3 387,8 млн. рублей (без учета торгов в режиме переговорных сделок и сделок РЕПО). Наиболее значительный оборот наблюдался во вторник, когда объем торгов составил почти 1 121,65 млн. рублей. Объем по сделкам РЕПО по негосударственным рублевым облигациям составил за неделю 18 852,2 млн. рублей, объем торгов в режиме переговорных сделок - 16 982,3 млн. рублей.

Динамика индекса корпоративных облигаций ММВБ



Лидером среди корпоративных облигаций по объему торгов за неделю в основном режиме стал четвертый выпуск облигаций «Центртелекома», оборот по которому составил 314,33 млн. рублей. Цена бумаги за неделю снизилась на 0,38% до 117,05% от номинала. Эффективная доходность бумаги к погашению увеличилась до 8,65%.

Второе место по обороту занял второй выпуск облигаций ФСК ЕЭС. По этой бумаге было совершено сделок на сумму 163,37 млн. рублей. Цена долгового инструмента за неделю увеличилась на 0,05% до 103,6% от номинала, а доходность бумаги к погашению снизилась до 7,46%.

Третьим по объему торгов стал второй выпуск облигаций «Лукойла». Объем торгов по бумаге за неделю составил 156,06 млн. рублей. Цена этой облигации за неделю увеличилась на 0,54% до 101,9% от номинальной стоимости. Доходность инструмента к погашению уменьшилась до 6,82%.



Лидером роста котировок за неделю среди достаточно ликвидных облигаций стали бумаги «НКНХ-4» (+0,71%). Наиболее сильно снизилась цена третьего выпуска облигаций «Стройтрансгаза» (-1,07%).

Прошедшие размещения:

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

18 октября на ММВБ АКБ "Инвестторгбанк" успешно разместил облигации второго выпуска. Номинал облигаций составляет 1 тыс. рублей. Общий объем выпуска составляет 350 млн. рублей, срок обращения - 1092 дня. Купонный период - 182 дня. Облигации размещались по цене 100% от номинала. По результатам конкурса на ФБ ММВБ, ставка по первому купону определена в размере 12% годовых. Весь объем выпуска был выкуплен инвесторами в ходе конкурса. Дата оферты на выкуп облигаций, которая определена в соответствии с проспектом облигаций, - 17 апреля 2007 года. Продавцом облигаций при размещении является АКБ «Инвестторгбанк».

Также **18 октября** на ММВБ состоялось размещение муниципального облигационного займа города Красноярск. Объем выпуска облигаций составил 1 млрд. рублей. Срок обращения - 3 года. Каждая облигация имеет 6 купонных периодов, длительность каждого - 6 месяцев. Облигации размещались по открытой подписке. Ставка первого купона, по итогам конкурса, проводимого в день размещения, была установлена на уровне 6,19% годовых, ставка 2-го купона равна ставке первого купона. Ставка по 3-4 купонам равна 8,5% годовых, по 5-6 – 7,5% годовых.

Генеральным агентом выпуска выступил АКБ «РОСБАНК».

20 октября на внебиржевом рынке состоялось размещение дебютного выпуска государственных среднесрочных облигаций Кабардино-Балкарской Республики 2005 года в форме документарных ценных бумаг на предъявителя с фиксированным купонным доходом. Номинальный объем эмиссии составляет 500 млн. руб., срок обращения облигаций – 2 года. По облигациям предусмотрена выплата 4 купонов со ставкой купонного дохода 14% годовых.

Погашение номинальной стоимости облигаций осуществляется амортизационными частями в даты, совпадающие с датами выплаты второго и четвертого купонных доходов: 30% и 70% номинальной стоимости облигаций соответственно. Вторичное обращение облигаций на ЗАО «Фондовая биржа ММВБ» началось 21 октября 2005 года. Генеральным агентом выпуска является АКБ «РОСБАНК».

Предстоящие размещения

Давление на рынок корпоративного долга будут оказывать первичные размещения, которые состоятся на этой неделе.

Во вторник свои бумаги 3-й серии объемом 1,2 млрд. рублей предложит ОАО "Альянс "Русский текстиль".

В четверг состоится крупнейшее в истории рынка размещение облигаций «Внешторгбанка» 5-го выпуска объемом эмиссии 15 млрд. рублей.

Также в четверг ООО "Камская долина - Финанс" разместит ценные бумаги 2-й серии объемом 200 млн. рублей.

На пятницу запланировано размещение облигаций ОАО "Управляющая компания Текстильного Холдинга "Яковлевский" 1-го выпуска на 1 млрд. рублей.

Таким образом, общий объем новых размещений составит 17,4 млрд. рублей.



Аналитический отдел ИФК «Алемар»

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

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

Отдел доверительного управления ИФК «Алемар»

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

(ОФЗ, рублевые субфедеральные, муниципальные и корпоративные облигации)

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

research@alemar.ru

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

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Источники, используемые при написании данного отчета, ИФК «Алемар» рассматривает как достоверные, однако ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не могут гарантировать 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».

