



ОБЗОР ДОЛГОВОГО РЫНКА

20.02.2006 – 28.02.2006

Февраль 2005

Основные события:

- ВВП США вырос согласно пересмотренным данным в IV квартале 2005 г. на 1.6%, против первоначального показателя в 1.1%...
- В январе CPI вырос на 0.7% против -0.1% в декабре, core CPI вырос на 0.2% против 0.1% месяцем ранее...
- Сокращение заказов в авиастроительной отрасли способствовало падению общего показателя на 10.2%, что является крупнейшим падением с июля 2000 года...
- Доходность двухлетних treasuries на фоне аукциона достигала 4.72% годовых, доходность десятилетних treasuries осталась на уровне 4.57%...
- Emerging markets выросли в конце недели на позитивных страновых новостях из Бразилии, Венесуэлы и Колумбии...
- Приток средств в emerging markets сохраняется, - на этом фоне Спрэд EMBI+ сузился до рекордных 192 б.п., спрэд к EMBI+ Russia – до 92 б.п...
- Заметное снижение рублевой ликвидности привело к потере интереса инвесторов к рублевому долгу, в особенности государственному...
- Лидером роста котировок за неделю среди достаточно ликвидных облигаций стали бумаги Волгателеком-44 (+1,55%)...
- Наиболее сильно снизилась цена облигаций Сибирьтелеком-4 (-1,85%)...

Содержание:

МИРОВОЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК 2

US TREASURIES 2

EMERGING MARKETS 5

РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ 6

ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ 6

КОРПОРАТИВНЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ 8

РОССИЙСКИЕ РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ 9

ГКО-ОФЗ-ОБР 9

СУБФЕДЕРАЛЬНЫЕ И МУНИЦИПАЛЬНЫЕ

ОБЛИГАЦИИ 10

КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ 10

РАЗМЕЩЕНИЯ: 11

РАЗМЕЩЕНИЯ ПРОШЛОЙ НЕДЕЛИ 11

РАЗМЕЩЕНИЯ ТЕКУЩЕЙ НЕДЕЛИ: 12

РАЗМЕЩЕНИЯ СЛЕДУЮЩЕЙ НЕДЕЛИ: 12



Мировой долговой рынок

Основным событием прошлой недели, определившим динамику торгов на международном финансовом рынке, стала публикация протоколов FOMC и показателей потребительской инфляции в США, которые привели к росту инфляционных опасений, а, следовательно, повысили вероятность продолжения цикла повышений базовой ставки ФРС. В частности, рынок фьючерсов оценивает шансы повышения базовой ставки в мае до 5% равными 76%. На этом фоне US treasuries продолжили снижение и после коррекции в конце позапрошлой недели, когда доходность индикативных казначейских бумаг достигла 5.53% годовых, ставки по этой бумаге выросли до 5.57% годовых в прошлую пятницу. Инверсия кривой доходности treasuries не только сохранилась, но за счет проведения аукциона по двухлетним казначейским бумагам только усилилась. Доходности двухлетних treasuries достигли рекордных 4.72% годовых, а разница между ними и десятилетними treasuries составила – 15 п.

Негативная динамика на рынке базовых активов спровоцировала небольшую коррекцию в emerging markets, однако спрэд EMBI+ продолжил сужаться. Стабилизация treasuries в конце недели, равно как и усилившийся приток капитала в сектор на фоне выхода ряда позитивных новостей из Бразилии, Колумбии и Венесуэлы привели к тому, что индикативные выпуски этих еврооблигаций достигли новых максимумов. Спрэд EMBI+ сузился со 199 б.п. в начале недели до 192 б.п., что стало очередным историческим максимумом. Российский долг так же после незначительного снижения смог сократить спрэд между доходностью американских бумаг до очередного рекорда – 92 б.п.

В целом прошедшая неделя показала, что интерес инвесторов к риску сохранился, о чем свидетельствуют выросшие вложения в фонды акций, в том числе и американские, а это в свою очередь позитивно сказалось и на притоке средств в долги emerging markets. Хороший стимул к росту Бразилии, Колумбии и Венесуэлы дали публикации на прошлой неделе, что дополнительно способствовало усилению притока капитала в сектор.

По всей видимости, текущие тенденции сохранятся на рынке, и на фоне снижения treasuries капитал продолжит поступать в emerging markets, оказывая поддержку их росту, способствуя тем самым дальнейшему сужению спреда EMBI. Российский долг, несмотря на большую корреляцию с базовыми активами, продолжает оставаться на достигнутых уровнях, при этом его стабильность может быть поддержана спросом со стороны консервативных инвесторов, которые предпочтут вложения в более качественные и ликвидные долги. Между тем, на рынке продолжают наблюдаться ярко выраженные

спекулятивные настроения, которые в ближайшем будущем будут доминировать, способствуя росту волатильности на торгах.

US TREASURIES

На прошлой неделе основными событиями, оказавшими влияние на американский долговой рынок, стали публикация протокола FOMC (Комиссии по открытым рынкам) и публикация данных по потребительской инфляции. Значительный рост индекса CPI, включая и его базовый показатель, заметно укрепили настроения инвесторов в пользу повышений базовой ставки ФРС не только на мартовском заседании, но и в мае этого года. Таким образом, к лету дифференциал между ставками в США и Европе может достичь уровня 2.5%, тем более что ЕЦБ планирует повышать ставки марте, а после этого только в сентябре нынешнего года, что сохранит существующую разницу между ставками на уровне 2.25% годовых.

Вместе с тем, несмотря на сохраняющуюся тенденцию к снижению, рынок продолжает весьма сдержанно реагировать на ожидаемые повышения ставок, чему способствует значительная долларовая ликвидность и существенный спрос на длинные казначейские облигации США. На этом фоне, после мощной коррекции в позапрошлую пятницу, когда доходность десятилетних казначейских бумаг упала с 4.6% годовых до 4.54% годовых, на протяжении прошлой недели их котировки медленно снижались. В результате к концу недели доходности десятилетних казначейских облигаций стабилизировались на уровне 4.57%. Между тем, вероятность роста базовой ставки до 5% оценивается рынком фьючерсов уже в 76%, а это продолжает давить на котировки treasuries и способствует усилению «медвежьих» настроений на рынке.

Наиболее чувствительные к инфляционным опасениям ставки по коротким облигациям продолжили свой рост, достигнув рекордных значений 4.72% годовых, что привело к усилению инверсии в кривой доходности. Разница между ставками по десятилетним и двухлетним облигациям достигла 15 п.

Как уже отмечалось, основной причиной восстановления доходностей treasuries явился рост инфляционных опасений. После того, как базовый показатель оптовой инфляции вырос на 0.4% вместо ожидаемых 0.2%, а экономические показатели свидетельствуют о том, что в текущем квартале темпы роста американской экономики превысят прогнозы, инвесторы ожидали, что протокол FOMC отразит опасения ФРС в отношении возможного роста цен. Однако, как оказалось, текст протокола оказался более умеренным, чем ожидалось. В частности, рынок несколько разочаровали комментарии относительно инфляции, в которых отмечалось, что в последние



месяцы инфляция остается под контролем, а ее стержневой показатель - на низких уровнях. Поэтому, после коррекционного снижения в первый торговый день – 21 февраля (в понедельник в США отмечался День Президента), доходности десятилетних treasuries с уровня 4.56% годовых снизились до уровня 5.53% годовых к вечеру среды.

Однако именно в этот день вышли данные по потребительской инфляции, которые привели к дальнейшим распродажам treasuries, что вернуло их доходности по индикативным десятилетним бондам к 4.57% годовых. Как показал отчет, в январе CPI вырос на 0.7% против -0.1% в декабре. "Ядро" CPI, исключаящее столь волатильные компоненты, как продовольствие и энергоносители, также показало рост на 0.2% против 0.1% месяцем ранее. Это еще раз подтвердило высокую вероятность повышения ставки ФРС уже на марттовском заседании. Вероятность повышения в мае сейчас оценивается рынком в 76%.

Также в среду министерство финансов США разместило новый выпуск двухлетних облигаций на сумму \$22 млрд., что является рекордным показателем с февраля 2001 года. Как следствие, тенденция к снижению treasuries укрепилась, поскольку инвесторы традиционно распродают облигации перед аукционом, как для репозиционирования, так и для того, чтобы искусственно увеличить доходность размещаемого выпуска на аукционе.

Вышедшие в четверг данные по безработице продолжили свидетельствовать о восстановлении рынка труда и продолжении тенденции к созданию новых рабочих мест. Количество жителей США, впервые обратившихся за пособием по безработице, снизилось за неделю, завершившуюся 18 февраля 2006 года, на 20 тыс. до 278 тыс. с 298 тыс. неделей ранее. Аналитики ожидали роста показателя до 300 тыс. Вместе с неожиданным ростом опережающих индикаторов США это привело к росту доходности по десятилетним облигациям на 4.6 б.п. до 4.571%.

В конце недели доходностям казначейских бумаг удалось закрепиться на достигнутых уровнях, даже, несмотря на то, что вышедшая статистика несколько разочаровала инвесторов. Сокращение заказов в авиастроительной отрасли способствовало падению общего показателя на 10.2%, что является крупнейшим падением с июля 2000 года. В декабре показатель вырос на 2.5%. Однако без волатильной транспортной составляющей объем заказов даже вырос на 0.6%, что сохранило перспективы дальнейшего роста американской экономики и оставило инфляционные опасения в силе. Доходности десятилетних treasuries так и остались на уровне 4.57%.

Начало новой недели дало новый толчок к росту доходности treasuries, чему способствовали ожидания продолжения экономического роста в США, а также публикация пересмотренных оценок по ВВП США, который вырос на 1.6% в IV квартале, вместе ранее

объявленных 1.1%. Основное внимание привлекают к себе составляющие ВВП, в особенности ценовой дефлятор, который на фоне роста инфляционных показателей может только усилить опасения дальнейшего роста цен, а следовательно и продолжения агрессивной политики ФРС. Ценовой индекс PCE (личное потребление) вырос в 4 квартале на 2.7% г/г против прироста на 3.7% за 3 квартал. Базовый индекс PCE (без учета продуктов питания и цен на энергоносители) вырос на 2.1% г/г. против первоначального значения в 2.2%. Импорт вырос на 12.8% после роста на 2.4% в 3 квартале, экспорт прибавил 5.7%, против 2.5% в 3 квартале.

Вышедшие данные говорят в пользу усиления инфляционных настроений, и рынок настраивается еще на два повышения базовой ставки – 5% годовых, что предопределяет дальнейшее снижение treasuries.

Также во вторник вышли февральские данные Consumer confidence и Chicago PMI, которые оказались ниже прогнозов. Ожидалось, что индекс потребительского доверия от Conference Board снизится в этом месяце до 104.0 пунктов с 106.3 в январе, однако данные показали снижение до 101,7 п.. Индекс производственной активности в регионе Чикаго, согласно прогнозам, должен был увеличиться до 59.0 пунктов с 58.5 месяцем ранее, однако он упал до 54.9 п.

Однако в фокусе рынка остается позитив от ВВП, рост которого в I квартале этого года, как ожидается, превзойдет прогнозы.

Текущая неделя принесет достаточно много важных публикаций, для рынка treasuries, которые могут подтвердить высказывания Бернанке и Гринспена о впечатляющем росте экономики США, равно как и показать увеличение ценовых составляющих выходящих индексов.

В среду будет опубликован производственный ISM. Эксперты предполагают, что в феврале индекс вырос до 56.0 пунктов с 54.8 в январе.

В четверг основным событием недели станет заседание ЕЦБ, на котором будет принято решение по ставкам Еврозоны. Наблюдатели уверены, что на марттовском заседании ЕЦБ повысит основную процентную ставку региона на 25 пунктов до 2.5%. Позднее состоится пресс-конференция главы ЕЦБ Жана-Клода Трише, к которой также будут прислушиваться участники рынка. Сейчас, по сведениям из ЕЦБ, европейские власти готовы пойти на два повышения ставки – в марте и сентябре – до 2.75%, что расширит дифференциал между ставками в США и Европе, оказывая поддержку американской валюте. Также в этот день министерство труда США традиционно предоставит статистику по Jobless Claims за предыдущую неделю. Возможно увеличение количества обращений за пособием по безработице до 285 тыс. с 278 тыс., зафиксированных неделей ранее.



В пятницу Университет Мичигана предоставит итоговую февральскую оценку потребительского доверия, которая, как ожидается, будет аналогична предварительной и составит 87.4 пунктов. Также в пятницу выйдет сервисный ISM.

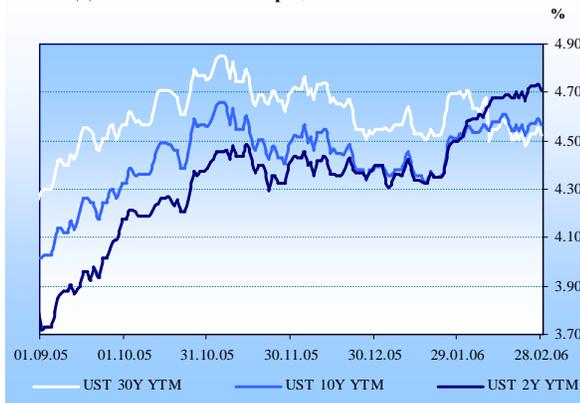
По всей видимости, данные этой недели станут свидетельством продолжения уверенного роста экономики США, что подтвердит ожидания повышения ставки ФРС до 5%. Кроме того, для Бернанке майское повышение может стать демонстрацией его непримиримости в борьбе с растущими ценами, и, в целях утверждения себя как целенаправленного борца с инфляцией и последователя прежней жесткой политики Гринспена, он может пойти на этот шаг. Таким образом, при целевом значении ставки в 5% годовых, доходности индикативных десятилетних

бумаг отстают от базовой ставки на 40 б.п., и к лету treasuries попытаются свести этот разрыв к нулю.

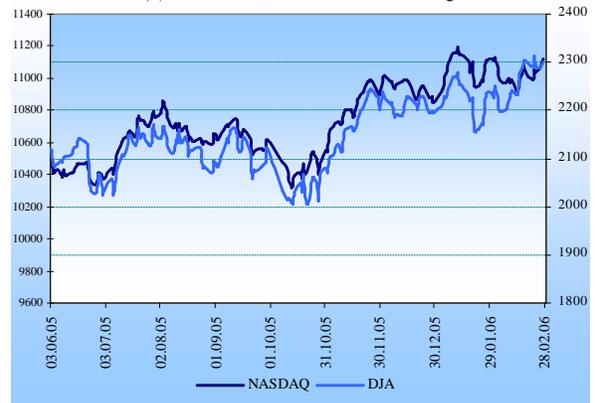
Что касается инверсии кривой доходности, то в среднесрочном периоде она будет сохраняться, причем усиление инфляционных настроений будет стимулировать ее дальнейшее усиление в ближайшие дни.

Сдерживающим фактором остается значительная долларовая ликвидность, которая в настоящий момент питает спрос во всех секторах рынка ценных бумаг. Ключевым уровнем для десятилетних treasuries остаются 4.65% годовых, по достижении которых может развиться краткосрочная восходящая коррекция по treasuries, однако среднесрочная тенденция к падению котировок американского госдолга остается в силе.

Динамика изменения проц. ставок по US treasuries



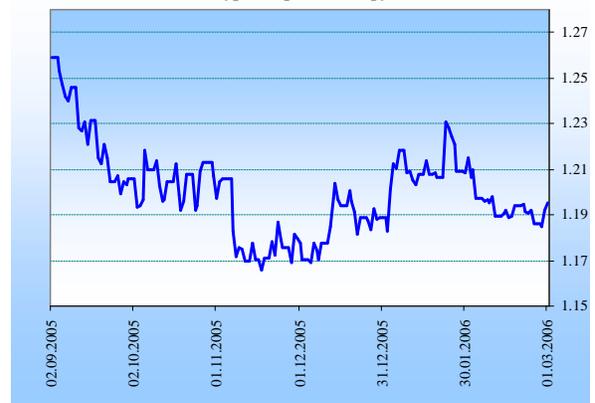
Динамика индексов DJI и NASDAQ



Кривая доходности по US Treasuries



Динамика курса евро к доллару на FOREX



EMERGING MARKETS

Ожидания дальнейшей роста доходности в базовых активах продолжает стимулировать приток средств в развивающиеся рынки, что привело к сужению спреда EMBI+ до нового рекорда: 192 б.п. Как показывает отчет emerging portfolio fund research, фонды зафиксировали очередные рекордные вливания в долговой и фондовый сектора рискованного сектора. Вложения в облигации emerging markets остаются на рекордных уровнях уже на протяжении семи недель подряд. В условиях роста доходности на рынке базовых активов, еврооблигации emerging markets остаются гаванью для капитала инвесторов, который выводится из базовых активов, однако грядущее завершение цикла повышений базовой ставки в США накладывает свой отпечаток на характер осуществляемых операций, носящих в настоящий момент спекулятивный, временный характер. Как и неделей ранее спросом у инвесторов продолжили пользоваться высокодоходные еврооблигации, тогда как долги качественных эмитентов в большей степени тяготели к динамике treasuries, и по ним отмечались краткосрочные спекулятивные покупки на подъемах treasuries.

После весьма внушительного подъема вслед за treasuries в позапрошлую пятницу, начало прошлой недели в секторе emerging markets было достаточно вялым, в том числе и в связи с праздником в США (в понедельник 20 февраля отмечался День Президента). Котировки большинства еврооблигаций остались на прежних уровнях, что на фоне впечатляющего роста treasuries в пятницу привело к расширению спреда EMBI+ со 195 б.п. до 200 б.п. По ряду высокодоходных бумаг инвесторы предпочли зафиксировать прибыль, в частности, продажам подверглись недавние лидеры – бумаги Колумбии.

Бразильские еврооблигации оставались стабильными, поддерживаемые ожиданием снижения в этом году уровня базовой процентной ставки Центробанк Бразилии до рекордно низкого показателя, что поможет сократить бюджетный дефицит страны. Ставка в этом году может опуститься до отметки 14,75% годовых, при этом ставка с 1999 года не понижалась ниже 15,25% годовых.

Во вторник, с окончанием праздников в США, тенденция к снижению в секторе базовых активов усилилась, что спровоцировало продажи в секторе еврооблигаций стран с развивающейся экономикой. Ситуация была дополнительно усложнена вышедшими данными о появлении дефицита текущего счета Бразилии впервые за последние 14 лет. Индикативные «Бразилия'40» подешевели на 0.75 п.п. до 131.94%, а более привлекательные инструменты страны с погашением в 2030 году – на 0.81 до 158.19%. Влияние Бразилии на сегмент объясняется высокой долей долгов страны в индексах EMBI, а также тем, что они являются самыми ликвидными представителями сегмента. По данным EMTA, в 2005 году объем торгов

долгами emerging markets вырос на 18%, причем бразильские еврооблигации находятся на первом месте по объему заключаемых сделок (\$1554 млрд. в 2005 году). Высокодоходные еврооблигации отставали в падении от treasuries, что позволило спреду индекса EMBI+ сократиться на 1 б.п. до 199 б.п.

Позднее, с выходом данных по потребительской инфляции в США, а также превысившего ожидания индекса опережающих индикаторов, доходности по treasuries заметно выросли, в то время как emerging markets на позитивных страновых новостях в конце недели начали расти.

Негативные новости из Бразилии, вышедшие в начале недели оказали лишь краткосрочный эффект на котировки еврооблигаций страны, и с выходом информации о том, что правительство Бразилии намерено выкупить к апрелю оставшиеся гособлигации, выпущенные в 90-х годах с целью реструктуризации госдолга на сумму \$6,6 млрд., стоимость бразильских евробондов достигла максимума в четверг, подтянув за собой и остальные долги emerging markets.

В пятницу рынок получил еще одну порцию позитивных новостей из Турции, а также Колумбии и Венесуэлы, что привело к росту большинства бумаг рискованного сектора. На фоне остающихся на прежнем уровне доходностей казначейских облигаций США (4.57% годовых), рост котировок еврооблигаций развивающихся стран привел к тому, что спред EMBI+ достиг в конце недели рекордной отметки 192 б.п.

Гособлигации Турции с погашением в 2034 году, номинированные в долларах США, увеличились в пятницу до рекордного показателя 113,38%, а доходность упала до 6,936%. Центробанк Турции оставил в четверг уровень базовой процентной ставки без изменений на уровне 13% уже второй месяц подряд, что было вызвано стремлением ограничить темпы роста потребительских цен. По мнению аналитиков, ставка в Турции в ближайшее время может быть понижена, что говорит о том, что правительству страны пока удается вывести страну на плановые уровни инфляции без существенного ужесточения денежной политики.

Бумаги Колумбии в пятницу также достигли исторического максимума на новостях об изменении прогноза рейтинга страны по обязательствам в иностранной валюте на "позитивный" со "стабильного", сославшись на улучшение внешнего профиля и кредитной позиции. При этом рейтинг остался на прежнем уровне "BB".

Кроме того, выделились и еврооблигации Венесуэлы, которым благоволили как выросшие цены на нефть, так и планы правительства по досрочному погашению долгов Brady на \$3.9 млрд. Операция позволит сократить долг страны на 15% и может привести к повышению рейтинга.

На фоне продолжающегося роста доходностей treasuries, который по мере приближения заседания



FOMC в марте может усилиться, а также существенной разницы между ожидаемым значением базовой ставки (5% годовых) и доходностью казначейских бумаг (4.57% по десятилетним treasuries), вложения в них остаются непривлекательными. Ситуацию усугубляют также и первичные размещения, проводимые МинФином США, которые нейтрализуют накопившийся на рынке спрос, приводя к сохранению понижательной тенденции в секторе. На этом фоне долги emerging markets сохраняют привлекательность при том, что аппетит инвесторов к риску остается на высоком уровне. В целом, продолжающееся снижение treasuries, делает долги emerging markets привлекательными, и данная ситуация, по всей видимости, сохранится в ближайшие два-три месяца, до тех пор, пока ФРС не даст четкого сигнала о прекращении цикла повышений ставки, а доходности treasuries не приблизятся к ожидаемым уровням базовой ставки. После этого, акценты на финансовом рынке претерпят кардинальные изменения, и капитал из рискованного сектора устремится в базовые активы, что выльется в крупную коррекцию в секторе, возможно, ближе к лету этого года.

Спекулятивный настрой игроков по отношению к рискованным активам в ближайшей перспективе сохранится, и торги будут в большей степени проходить по техническим сценариям, однако страновые новости будут служить хорошим индикатором для покупки/продажи еврооблигаций. Зависимость сектора от базовых активов, в целом, снизилась с начала года, и при продолжающемся снижении treasuries остающаяся на уровне свободная долларовая ликвидность удерживает котировки emerging markets на рекордно высоких уровнях.

На текущей неделе в фокусе рынка останется напряженность на Ближнем Востоке, что будет способствовать росту котировок нефти, которые уже и так выросли в конце прошлой недели выше \$62.5 за баррель. Высокие цены на нефть могут уберечь от коррекции долги стран-экспортеров нефти, в особенности Колумбии и Венесуэлы, которые дополнительно будут поддержаны новостным позитивом.

Выходящие на этой неделе данные по экономике США, вероятно, продолжат давить котировки американского долга, что негативно отразится на индикативных и качественных еврооблигациях рискованного сектора, однако весьма сильная фундаментальная поддержка рынка будет способствовать продолжению тенденции к сужению спреда EMBI+. На текущей неделе значение спреда может подойти к 190 п., после чего вполне вероятна коррекция, тем более, что котировки многих ликвидных еврооблигаций (Бразилии, Колумбии,

Венесуэлы, Турции) в конце прошлой недели достигли исторических максимумов.

Спекулятивный характер вложений в рискованный сектор также будет способствовать сохранению высокой волатильности в секторе. Уже на протяжении третьей недели подряд вслед за плавным снижением долгов развивающихся стран в начале недели следует рост котировок, который выводит целый ряд еврооблигаций на новые исторические максимумы, способствуя еще большему сужению спреда, и вновь сменяется коррекцией.

Из перспективных выпусков можно выделить Бразильские евробонды, которые продолжают поддерживать перспективы дальнейшего улучшения кредитной истории страны. В случае сохранения тенденции к росту котировок нефти, а также благодаря позитивному новостному фонду могут вырасти долги Колумбии и Венесуэлы. Кроме того, достаточно стабильно в последнее время ведут себя не индикативные бонды, в частности, долги Аргентины.

Российские еврооблигации **ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ**

Равно как и в секторе долгов emerging markets российские еврооблигации в начале прошлой недели снижались, что было вызвано ростом инфляционных опасений на американском рынке в преддверии выхода протокола заседания FOMC и данных по потребительской инфляции в США. Вторая половина недели была отмечена возвращением интереса инвесторов к долгам рискованного сектора на фоне ряда позитивных страновых новостей, благодаря которым большинство еврооблигаций развивающихся стран смогли вырасти, в том числе и российские долги.

Основными новостями прошлой недели стали публикация протокола FOMC и данных по потребительской инфляции в США. Как показал протокол FOMC, американские денежные власти обеспокоены более высокими темпами инфляции, которые, по их мнению, превышают приемлемые для экономики США. В среду вышел индекс потребительской инфляции, который, равно как и индекс производственной инфляции, опубликованный на предыдущей неделе, почти в два раза превысил прогнозы. На этом фоне ожидания дальнейших повышений ставки ФРС, в том числе и в мае этого года, заметно усилились, что привело к дальнейшему снижению treasuries. Российские долги, в силу своего инвестиционного рейтинга, также последовали за казначейскими бумагами, однако общий позитивный фон в отношении emerging markets и сохраняющийся приток средств в активы стран с развивающейся экономикой удержал котировки суверенного долга выше 112% от номинала.

Во второй половине недели на фоне ряда позитивных новостей из Бразилии, Колумбии и Турции рынок



emerging markets начал восстановление, при этом еврооблигации указанных стран смогли обновить исторические рекорды. Российские долги не остались в стороне и также укрепили свои позиции, вплотную подойдя к отметке 113% от номинала. Зависимость российского долга от динамики treasuries в этот момент снизилась. В первую очередь это можно объяснить тем, что снижение treasuries не было столь значительным, поскольку вышедшие статданные по США оказались весьма смешанными, и это уберегло американский долг от серьезного падения. В последние дни недели доходности treasuries оставались на уровне 4,57% годовых. Соответственно, российский долг на фоне стабилизации treasuries, и заручившись поддержкой со стороны других еврооблигаций развивающихся стран, вырос к концу недели. «Россия-30» подорожала до 112.92% от номинала, а ее доходность упала до 5.49% годовых, что привело к сужению спреда по отношению к десятилетним казначейским бумагам до рекордных 92 б.п.

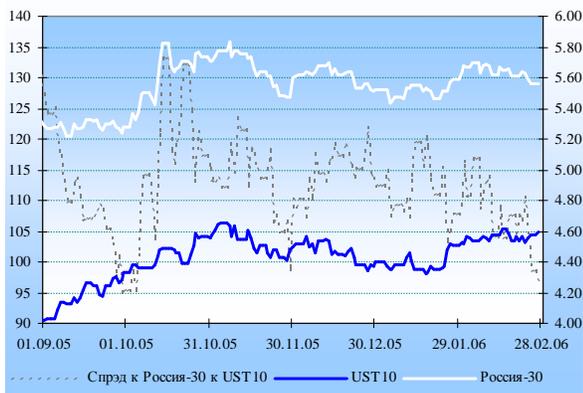
В целом, ввиду своего инвестиционного рейтинга российские суверенные облигации могут оставаться достаточно привлекательными для инвесторов, ищущих альтернативу вложениям в падающие американские долги. Сильная фундаментальная поддержка как со стороны высоких цен на нефть, так и со стороны растущих золотовалютных резервов, играет в пользу роста российского долга.

Отрицательной стороной является узкий спред по отношению к американским облигациям и высокая корреляция российского долга и treasuries. Благодаря рекордным вливаниям в сектор emerging markets, российские еврооблигации будут пользоваться спросом, однако интерес к ним в большей степени будет спекулятивным, поскольку для более долгосрочных вложений целесообразнее вложения в высокодоходные еврооблигации, в том числе в перспективные долги Колумбии и Венесуэлы.

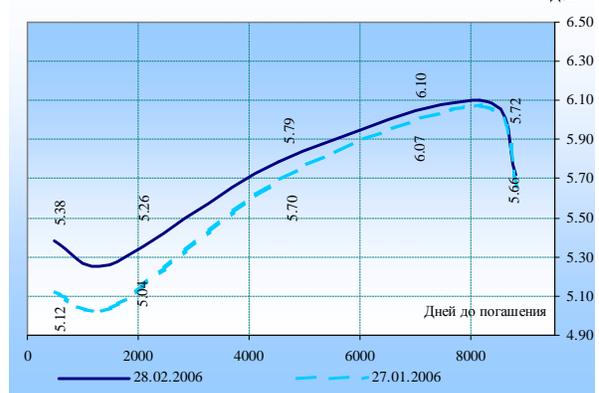
По мере того, как уверенность инвесторов в повышении базовой ставки ФРС растет, а доходности индикативных выпусков treasuries остаются ниже ожидаемого уровня базовой ставки, российский долг будет оставаться на достигнутых уровнях. Вероятность коррекции к 112% номинала возможна, однако в дальнейшем российские еврооблигации смогут восстановить утраченное.

В виду публикации большого объема макроэкономической статистики в США рынок на этой неделе может вести себя достаточно волатильно, однако, колебания treasuries вряд ли будут существенными, что не окажет большого влияния на котировки российских еврооблигаций. Спред между «Россией-30» и десятилетними казначейскими бумагами продолжит сужение и останется в диапазоне 90-100 п.

UST10YTM и Россия-30



Кривая доходности по российским еврооблигациям



КОРПОРАТИВНЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

Фиксация прибыли в начале прошлой недели захватила Динамику торгов в секторе корпоративного внешнего долга на прошлой неделе продолжил определять иностранный капитал. Популярностью продолжили пользоваться долги квази-эмитентов, которые благодаря росту в конце недели смогли заметно прибавить в цене. В лидерах по-прежнему остаются длинные еврооблигации «Газпрома» и ВТБ. Также неплохо смотрелась «Северсталь» и «ВимБилльДанн», последний на фоне ожиданий неплохих финансовых показателей по итогам IV квартала 2005 г.

Начало недели в секторе было достаточно вялым в связи с выходным днем в США, однако последовавшее снижение суверенного долга России и коррекция на фондовом рынке привели к тому, что в секторе наблюдалась незначительная коррекция. Дальнейший рост на emerging markets и на российском фондовом рынке привели к подъему котировок многих выпусков, однако в лидерах опять оказался «Газпром» и ВТБ, тогда как короткие выпуски российских эмитентов продолжили корректироваться.

По итогам недели больше всех вырос «Газпром-34» (+1.36%), далее следует «Газпром-13» (+0.5%) и «ВТБ-34» (+0.36%). В аутсайдерах оказались «МТС-10» (-0.24%), «МДМ-банк-06» (-0.22%) и «Система-11» (-0.20%).

В корпоративном сегменте на не активной для российских инвесторов неделе позитива в отношении «Газпрома» добавила рекомендация Merrill Lynch на покупку короткого «Газпрома», который недооценен к Мексике и Бразилии. Наиболее сильную динамику показали более длинные бумаги 2013 и 2034 годов, которые многие считают индикативными, тогда как в другие выпуски еще не отыграли позитива от новости.

Также нужно отметить размещение дебютного выпуска еврооблигаций на сумму \$200 млн. концерном "Ситроникс", являющимся одним из крупнейших объединений высокотехнологичных предприятий в РФ. Цена размещения составила 99,672% от номинала, ставка 7,875% годовых, доходность - 8% годовых. Срок обращения евробондов "Ситроникса" составит 3 года. Организаторами выпуска еврооблигаций являются инвестиционные банки ABN AMRO и Credit Suisse.

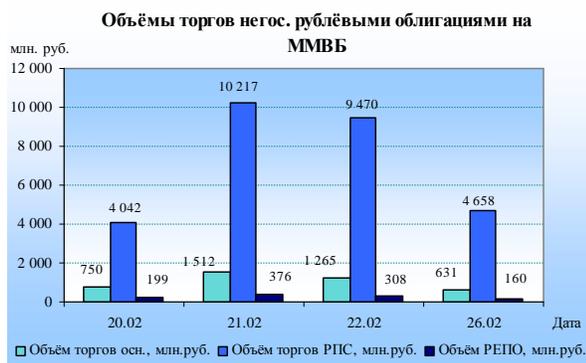
О своих планах выпуска еврооблигаций в 2006 году объявили «ГидроОГК» и группа «Разгуляй» (3-5 лет на \$100-150 млн.). Кроме того, «Пробизнесбанк» в ближайшее время продаст третий транш своих LPN на \$100 млн.

На текущей неделе корпоративные еврооблигации во многом будут зависеть от динамики суверенного долга, который, по всей видимости, останется стабильным. В случае продолжения роста на фондовом рынке возможно дальнейшее повышение длинных выпусков «Газпрома» и ВТБ. В особенности перспективно выглядит «Газпром-20», который оставался пока в тени. Краткосрочные спекуляции продолжают доминировать в секторе, поэтому стоит ожидать увеличения волатильности. Наиболее стабильными среди внешних долгов корпоративных эмитентов остаются долги банков категории «В» и «Сбербанка», а также металлургических компаний и «Вымпелкома». Также перспективно выглядит недавно размещенный выпуск «Ситроникса»: дочка «АФК «Системы» «Ситроникс» торгуется с премией 70-85 б.п. к еврооблигациям родительской компании и спрэд этот будет сокращаться.



Российские рублевые облигации

На прошедшей неделе на рынок рублевых облигаций действовали разнонаправленные факторы. К концу месяца ухудшилась ситуация с рублевой ликвидностью. Средняя величина остатков на корсчетах и депозитах коммерческих банков за неделю составила 430,2 млрд. рублей против 504,1 млрд. рублей неделей раньше. Процентные ставки на рынке межбанковского кредитования к концу недели заметно выросли. Положительным моментом стало снижение доходностей российских еврооблигаций. Ситуация на валютном рынке также оставалась достаточно благоприятной. По итогам недели доллар снизился по отношению к рублю на 0,14%.



ГКО-ОФЗ-ОБР

Заметное ухудшение рублевой ликвидности, равно как и негативная динамика в секторе внешнего долга России, способствовали снижению интереса инвесторов к государственным рублевым облигациям. На фоне малоактивных торгов цены ОФЗ не претерпели существенных изменений. При этом, если 20-21 февраля на рынке господствовали слабо позитивные тенденции, то в конце недели активизировались продажи. Средневзвешенная доходность в секторе ОФЗ-АД и ОФЗ-ФД в течение четырех торговых дней не выходила за рамки 6,53-6,57% годовых. По итогам же недели она снизилась всего на 1 базисный пункт, составив в воскресенье 6,56% годовых.

Снижение свободных рублевых средств в банковском секторе в конце месяца стало основной причиной слабой активности в секторе и усиления негативных настроений. В частности, объем средств кредитных организаций на корреспондентских счетах и депозитах в ЦБ РФ за неделю снизился более чем на 100 млрд. рублей, опустившись 26 февраля до 403,4 млрд. рублей, а средние ставки на рынке однодневных межбанковских кредитов в последний предпраздничный день достигли 3,76% годовых против 1,21% годовых, зафиксированных 17 февраля.

Принимая во внимание тот факт, что основная ликвидность в банковском секторе приходится на банки с госучастием, которые и являются основными игроками на рынке рублевого госдолга, снижение активности данных инвесторов выглядит закономерным. Кроме того, негативную роль оказали и масштабные первичные размещения как на рынке корпоративных (на сумму более 20 млрд. рублей по номиналу), так и государственных рублевых облигаций (на 7,8 млрд. рублей), отвлекшие денежные ресурсы на себя. В результате активность инвесторов на вторичном рынке госбумаг была достаточно низкой - за четыре дня объем торгов ОФЗ составил всего 2,274 млрд. рублей.

Минфин РФ провел в прошлую среду два аукционных размещения: ОФЗ-АД серии 46020 (с погашением в 2036 году) на 4,544 млрд. рублей по номиналу и ОФЗ-ПД серии 25060 (с погашением в 2009 году) на 3,494 млрд. рублей по номиналу. В ходе размещения тридцатилетних облигаций было продано бумаг на общую сумму 4,458 млрд. рублей по номиналу при спросе на уровне 13,166 млрд. рублей по номиналу. Средневзвешенная цена ОФЗ-АД 46020 на аукционном размещении составила 100,21% от номинала, что соответствует доходности 7% годовых. Цена отсечения была установлена на уровне 100% от номинала, что соответствует доходности 7,02% годовых. Средневзвешенная цена ОФЗ-ПД серии 25060 на аукционном размещении составила 98,98% от номинала, что соответствует доходности 6,3% годовых. Цена отсечения была установлена на уровне 98,9% от номинала, что соответствует доходности 6,33% годовых. На аукционе было продано бумаг на общую сумму 3,392 млрд. рублей по номиналу при объеме предложения 3,494 млрд. рублей и спросе 8,33 млрд. рублей по номиналу.

На этой неделе цены рублевых гособлигаций, скорее всего, изменятся незначительно. Прежде всего, в силу того, что рублевая ликвидность не успеет восстановиться, а это, в свою очередь, удержит крупных игроков на рынке от покупок. Кроме того, спрос на госбумаги будет ослаблен большим объемом размещений в корпоративном секторе - на сумму более 11 млрд.

Динамика ликвидности банковской системы





СУБФЕДЕРАЛЬНЫЕ И МУНИЦИПАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

На вторичном рынке субфедеральных и муниципальных облигаций в течение недели также происходило снижение котировок. Объем торгов на этом сегменте рынка рублевых облигаций за прошедшую неделю уменьшился по сравнению с предыдущей и составил 1 175,36 млн. рублей (без учета торгов в режиме переговорных сделок и сделок РЕПО). Лидером по обороту за неделю в основном режиме торгов стал пятый выпуск облигаций Московской области (487,22 млн. рублей). Далее расположились первый выпуск облигаций Новосибирской области и тридцать шестой выпуск облигаций Москвы, оборот по которым составил 126,38 млн. рублей и 110,82 млн. рублей соответственно.



КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

На вторичном рынке корпоративных облигаций в течение недели, наблюдалось небольшое снижение котировок бумаг. Индекс корпоративных облигаций ММВБ RCB1 за неделю снизился на 0,16% и

остановился на значении 101,48. Большинство облигаций первого "эшелона" выглядели хуже рынка. Объем торгов корпоративными облигациями на ММВБ за прошедшую неделю снизился по сравнению с предыдущей и составил 2 982,57 млн. рублей (без учета торгов в режиме переговорных сделок и сделок РЕПО). Наиболее значительный оборот наблюдался во вторник, когда объем торгов составил 1 149,01 млн. рублей. Объем по сделкам РЕПО по негосударственным рублевым облигациям составил за неделю 1 043,55 млн. рублей, объем торгов в режиме переговорных сделок - 28 387,53 млн. рублей.

Лидером среди корпоративных облигаций по объему торгов за неделю в основном режиме стал недавно появившийся на вторичном рынке третий выпуск облигаций ФСК ЕЭС, оборот по которому составил 370,29 млн. рублей. Цена бумаги за неделю снизилась на 0,15% до 99,85% от номинала. Эффективная доходность бумаги к погашению увеличилась до 7,28%. Второе место по обороту заняли облигации РЖД шестой серии. По этой бумаге было совершено сделок на сумму 165,77 млн. рублей. Цена долгового инструмента за неделю уменьшилась на 0,3% до 100,8% от номинала. Доходность облигации к погашению выросла до 7,27%.

Третьим по объему торгов стал первый выпуск облигаций РуссНефти. Объем торгов по бумаге за неделю составил 117,82 млн. рублей. Цена этой облигации за неделю снизилась на 0,05% до 100,95% от номинальной стоимости. Доходность инструмента к оферте через 34 месяца увеличилась до 9,04%.

Лидером роста котировок за неделю среди достаточно ликвидных облигаций стали бумаги Волгателеком-44 (+1,55%). Наиболее сильно снизилась цена облигаций Сибирьтелеком-4 (-1,85%).



Размещения:

РАЗМЕЩЕНИЯ ПРОШЛОЙ НЕДЕЛИ

Дата	Эмитент	Объем выпуска, млн. рублей	Срок обращения	Оферта	Организатор
21.02	Отечественные лекарства-Финанс, 2	1 300	3 года	1,5 года	МДМ-Банк
21.02	ТМК, 3	5 000	5 лет	2 года	Внешторгбанк, Банк Уралсиб
21.02	Юниаструм Банк, 1	1 000	3 года	1 год	ИК АВК
21.02	АПК Аркада, 2	700	3 года	-	ИМПЭКСБАНК
22.02	Россельхозбанк, 2	7 000	5 лет	-	Внешторгбанк
22.02	ТД Копейка, 2	4 000	3 года	6 лет	Уралсиб

За прошедшую неделю на биржевом рынке рублёвых облигаций состоялось шесть первичных размещений.

21 февраля 2006 года на ФБ ММВБ состоялся конкурс по определению ставки первого купона по выпуску облигаций КБ «ЮНИАСТРУМ БАНК» объемом 1 млрд. руб. Срок обращения – 3 года; оферта через один год; купонный доход по выпуску выплачивается раз в полгода. Ставка первого купона определялась на конкурсе, ставка второго купона равна ставке первого, ставки 3-6-го купонов определяются решением эмитента. По итогам конкурса ставка первого купона была установлена в размере 12,5% годовых, выпуск облигаций размещен в полном объеме. Организатор облигационного займа - ЗАО «Инвестиционная компания «АВК».

Также в этот день был полностью размещён выпуск второго облигационного займа «ООО «Агропромышленная компания «Аркада» в объёме 700 млн. рублей сроком на 3 года. Ставка первого купона по облигациям 2-го займа АПК «Аркада» установлена в размере 13,31% годовых, что соответствует эффективной доходности 13,75% годовых к оферте. Ставки последующих купонов равны ставке первого купона. Организаторы – ИМПЭКСБАНК, КБ «Транспортный».

Кроме того, состоялось размещение второго выпуска неконвертируемых процентных документарных рублевых облигаций на предъявителя ООО «Отечественные лекарства-Финанс». Общий объем выпуска составил 1 300 млн. рублей, количество облигаций – 1 300 тыс. номинальной стоимостью 1 000

рублей каждая, срок обращения облигаций - 3 года, купонный период – 6 месяцев, условиями выпуска предусмотрена оферта через 1,5 года. В результате решением Эмитента была установлена ставка первого купона облигаций на уровне 10,25% годовых, что соответствует доходности 10,5% к оферте через 1,5 года. В ходе конкурса был размещен весь выпуск облигаций.

МДМ-Банк выступил организатором и андеррайтером данного выпуска.

В этот же день состоялось размещение третьего выпуска облигаций ОАО «Трубная металлургическая компания» общей номинальной стоимостью 5 млрд. рублей. Срок обращения облигаций составляет 5 лет. По облигациям предусмотрена выплата полугодовых купонов. Ставка первого купона, определенная эмитентом, составила 7,95 % годовых, ставка второго-четвертого купонов равны ставке первого купона, ставки остальных купонов устанавливаются эмитентом. Условиями выпуска предусмотрен пут-опцион (оферта) эмитента по цене 100% от номинала сроком исполнения 2 года с даты начала размещения. Эффективная доходность облигаций к 2-летнему пут-опциону составила 8,11% годовых. Весь облигационный выпуск был реализован в первый день размещения. Организаторами и андеррайтерами выпуска облигаций являются ОАО Внешторгбанк и ФК «УРАЛСИБ».

22 февраля 2006 года состоялось размещение второго выпуска облигаций ОАО «РОССЕЛЬХОЗБАНК» общей номинальной стоимостью 7 млрд. рублей. Срок обращения облигаций составляет 1820 дней. По



облигациям предусмотрена выплата квартальных купонов. Размещение осуществлено на ФБ ММВБ по открытой подписке в форме конкурса по определению ставки первого купона облигаций. По итогам конкурса ставка первого купона составила 7,85 % годовых, ставки остальных купонов равны ставке первого купона. Эффективная доходность облигаций к погашению составила 8,08% годовых. Весь облигационный выпуск был реализован в первый день размещения. Организатором и андеррайтером выпуска облигаций является ОАО Внешторгбанк.

В тот же день на ММВБ состоялось размещение облигационного займа ОАО «Торговый Дом «Копейка» объемом 4 млрд руб. и сроком на 6 лет. По итогам конкурса эмитентом принято решение об установлении ставки 1-12 купонов в размере 8,7% годовых. Эффективная доходность выпуска к оферте через 3 года составила 8,99% годовых. В ходе аукциона удовлетворено 66 заявок (одна частично) общим объемом 4 млрд руб. Таким образом, весь выпуск был размещен в ходе конкурса. Организатор и андеррайтер – ФК «УРАЛСИБ»

РАЗМЕЩЕНИЯ ТЕКУЩЕЙ НЕДЕЛИ:

Дата	Эмитент	Объем выпуска, млн. рублей	Срок обращения	Оферта	Организатор
02.03	ВМК-Финанс, 1	200	3 года		С-3 банк Сбербанка России
02.03	Амурметалл, 1	1 500	3 года		Райффайзенбанк
02.03	КБ МИА (ОАО), 3	1 500	6 лет	1.5 года	ФК Уралсиб
02.03	Мосэнерго, 2	5 000	10 лет	6 лет	Газпромбанк
02.03	Мельничный комбинат в Сокольниках	1 000	3 года	1.5 года	Промсвязьбанк
03.03	Метзавод им. А.К. Серова, 1	2 000	3 года		Газпромбанк

РАЗМЕЩЕНИЯ СЛЕДУЮЩЕЙ НЕДЕЛИ:

Дата	Эмитент	Объем выпуска, млн. рублей	Срок обращения	Оферта	Организатор
06.03	КБК Черемушки, 1	700	3 года	1 год	РБР

Аналитический отдел ИФК «Алемар»

Василий Конузин - тел. (495) 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