

## Обзор долгового рынка

С 17 апреля по 3 мая 2006

### СОДЕРЖАНИЕ:

#### ОБЗОР ДОЛГОВОГО РЫНКА 2

#### МИРОВОЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК 2

US TREASURIES 2

EMERGING MARKETS 4

#### РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ 6

Государственные еврооблигации 6

Корпоративные еврооблигации 7

#### РОССИЙСКИЕ РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ 8

ГКО-ОФЗ-ОБР 8

Субфедеральные и муниципальные  
облигации 10

Корпоративные облигации 10

Прошедшие размещения 11

#### ПРЕДСТОЯЩИЕ РАЗМЕЩЕНИЯ: 12

### Комментарии:

Во второй половине апреля тема ставок продолжила определять динамику мирового долгового рынка. Оптимизм инвесторов относительно продолжения цикла повышенной базовой ставки ФРС заметно снизился. Основными причинами тому послужили публикация протоколов Комиссии по открытым рынкам FOMC, а также умеренный тон выступления главы ФРС Бена Бернанке. Публикация экономических данных, подтвердивших стабильность темпов роста экономики США, напротив, сдержала рост treasuries. Индикативные десятилетние бумаги в течение прошедших двух недель торговались с доходностью 4.98-5.1% годовых.

Неопределенность в отношении базовых ставок и противоречивая информация, поступающая из штатов, заставила инвесторов вновь обратить внимание на рискованные активы, которые испытали рекордный приток капитала с начала марта этого года. Введенные из treasuries средства способствовали подъему не только на фондовом рынке, но и в секторе высокодоходных еврооблигаций emerging markets. В результате спрэд EMBI+ сократился до 173 п.

В секторе российского внешнего долга наблюдалась консолидация, что на фоне снижения treasuries привело к сокращению спрэда EMBI+ до 93 п. В секторе внешнего корпоративного долга наиболее торгуемыми бумагами оставались длинные выпуски «Газпрома», «Сибнефти» и «Алросы». Незначительное снижение еврооблигаций российских банков во многом было спровоцировано большим количеством первичных размещений банков, запланированных на конец апреля – начало мая этого года.

В секторе корпоративного долга наблюдалось снижение активности. На фоне падения спроса на рискованные активы, в середине апреля были отмечены продажи «голубых фишек», однако уже в начале этой недели по мере восстановления рублевой ликвидности, интерес инвесторов к корпоративному долгу начал расти. Основные обороты наблюдались в наиболее ликвидных выпусках облигаций: РЖД, ФСК, ВТБ.

Удалено: ¶  
¶

## ОБЗОР ДОЛГОВОГО РЫНКА

17 апреля – 3 мая 2006

### Мировой долговой рынок

#### US treasuries

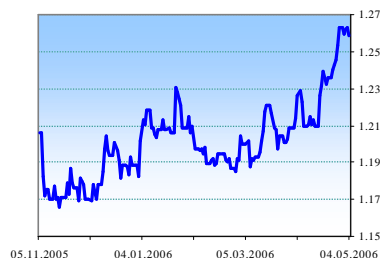
Достигнув уровней 5% годовых в начале апреля, ставки индикативных десятилетних treasuries так и остались вблизи данных уровней до конца месяца. Напомним, что основной причиной для столь резкого снижения в первые недели месяца стало сопроводительное заявление главы ФРС Бена Бернанке по итогам мартовского заседания FOMC, в котором он указал на возможность продолжения цикла повышенной базовой ставки и после майского заседания. В мае, как ожидается, базовая ставка в США будет повышена до 5% годовых. Вместе с тем, в последние две недели, ожидания скорого завершения цикла повышенной базовой ставки заметно снизились, что сдержало падение treasuries. Причиной тому послужили публикация протоколов Комиссии по открытым рынкам (FOMC), а также выступление главы ФРС Бернанке перед конгрессом. В результате, доходность десятилетних treasuries в последние дни апреля снизилась до 5% годовых.

В начале апреля ожидания продолжения цикла повышенной базовой ставки получили ощутимую поддержку со стороны выходящей статистики по США, которая продолжила свидетельствовать о солидных темпах роста американской экономики, равно как и показала некоторое усиление инфляционного давления. Последующие экономические публикации были призваны еще в большей степени укрепить всеобщий настрой рынка на снижение treasuries. Первыми были опубликованы инфляционные показатели: индексы CPI и PPI. Впечатляющие темпы роста и восстановление рынка труда США вместе с ростом оплаты труда не могли не отразиться на инфляции, которая, как показали отчеты, незначительно ускорилась. Индекс производственной инфляции PPI вырос на 0.5% в месячном исчислении, отражая издержки, которые несут производители, например, на перевозки грузов и сырья, однако инфляция оптовых цен без учета волатильных статей (продукты питания, бензин) оказалась ниже прогнозов, составив рост на 0.1 процента. Потребительская инфляция выросла более значительно, причем рост ее базовой компоненты превысил прогнозы аналитиков, что заставило рынок насторожиться. Согласно опубликованным данным, рост CPI в марте составил 0.4% против +0.1% месяцем ранее. "Ядро" CPI увеличилось на 0.3% против +0.1% в феврале. Последовавшие вслед за публикацией индекса слова Джанет Йеллен, главы ФРБ Сан-Франциско, в какой-то мере сняли напряжение и ограничили снижение treasuries. Йеллен отметила, что «не стоит волноваться из-за роста CPI в одном месяце». Годовой рост инфляции составил +2.1%.

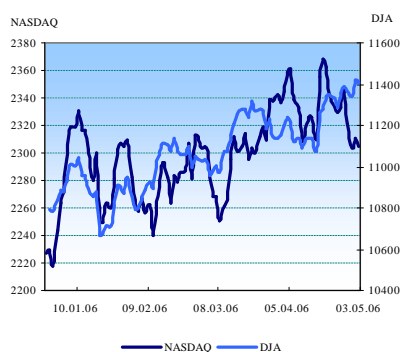
Вышедшие в дальнейшем экономические данные подготовили неплохую базу для роста позитивных ожиданий в отношении грядущей публикации ВВП США и перспектив американской экономики в целом. Одновременный подъем на американском фондовом рынке стимулировал отток капитала из долгового сегмента, однако он был компенсирован притоком средств иностранных инвесторов, в том числе японских, которые активизировали свои покупки в связи с началом нового финансового года. В целом, интерес инвесторов к treasuries остается на высоком уровне, о чем свидетельствовали данные долгожданного отчета по притоку капитала в казначейские облигации США, которые оказались выше прогнозов. Как сообщил департамент Казначейства США, международные инвесторы в феврале купили американских активов на сумму \$86.9 млрд., против ожидавшихся \$60 млрд. Недавние размещения treasuries также прошли успешно, что говорит в пользу сохраняющегося спроса на американские казначейские долги. Это позволяет оптимистично рассматривать перспективы успешного покрытия дефицита торгового баланса за счет иностранных инвестиций в казначейские бумаги. Однако, памятуя о распродажах treasuries в марте и апреле и отсутствии больших размещений на первичном рынке, отчет TICS за эти месяцы может оказаться слабее.

Опубликованные на последней неделе апреля показатели засвидетельствовали сильный рост заказов на товары длительного пользования, увеличение индекса потребительского доверия от Conference Board и объемов продаж жилья, а также рост ВВП в I квартале на 4.8%. Выход этих данных спровоцировал продажи

Динамика курса EUR/USD



Динамика индексов DJI и NASDAQ



казначейских бумаг, в результате чего доходности десятилетних treasuries ушли выше отметки 5.1% годовых.

Индекс потребительского доверия Conference Board вырос в США в апреле 2006 года до 109.6 пункта с пересмотренных в большую сторону 107,5 пункта в предыдущем месяце. Апрельское значение стало максимальным с мая 2002 года (110.3 пункта).

Заказы на товары сроком службы более трех лет в марте выросли на 6.1% после укрепления на 3.4% в предыдущем месяце и ожиданий роста на 1.8%. За исключением заказов на транспортные средства, показатель вырос на 2.8% против снижения на 1.1% в феврале. Показатель отчетливо свидетельствует о том, что рост экономики США будет продолжаться, и рост заказов на товары длительного пользования говорит в пользу роста производства в ближайшем квартале.

Наконец, согласно опубликованному в прошлую пятницу отчету, темпы роста экономики США в первом квартале составили 4.8%, что является максимальным значением за последние 2 года.

Вместе с тем, несмотря на то, что большинство отчетов носило позитивный характер, некоторые из них не были столь однозначны и провоцировали краткосрочные всплески покупок treasuries на фоне проявления некоторых признаков нестабильности экономического подъема в США и опасений его замедления во второй половине года.

Первым свидетельством близости завершения цикла повышений базовой ставки стала публикация протоколов мартовского заседания FOMC. В частности, отмечалось, что «большинство участников заседания полагает, что цикл ужесточения процентных ставок подошел к концу», а часть представителей комитета высказали опасения относительно чрезмерного ужесточения монетарной политики.

Выход разочаровывающего индекса производственной активности ФРБ Нью-Йорка дал дополнительные поводы для спекуляций на тему замедления темпов роста экономики США, в том числе и за счет чрезмерного удорожания денежных ресурсов.

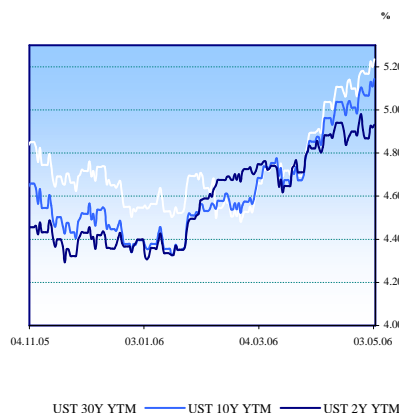
Вместе с тем, основную поддержку treasuries оказало выступление Бена Бернанке перед конгрессом на прошлой неделе. Бернанке заявил, что дальнейшее повышение процентных ставок в США будет все больше определяться макроэкономическими показателями, и в определенный момент центральный банк может сделать паузу в 22-месячном цикле повышения процентных ставок. Однако, глава ФРС уточнил, что пауза не будет означать завершения цикла, и, возможно, потребуются одно-два повышения базовой ставки, при этом многое будет зависеть от инфляционных ожиданий.

Рынок ожидал более агрессивного заявления со стороны Бернанке. В преддверии его выступления доходность treasuries достигала 5.1%. Однако, снизившаяся после выступления Бернанке вероятность повышения ставки в июне до 5.25% годовых привела к активным покупкам казначейских бумаг, в результате которых в прошлый четверг доходность treasuries ушла под отметку 5% годовых.

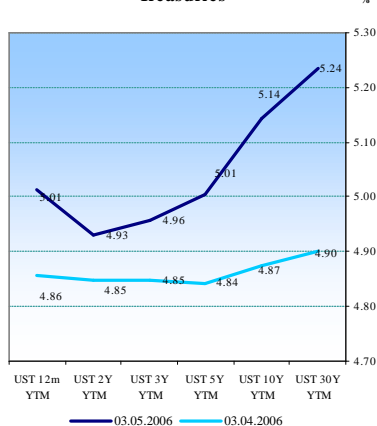
Немаловажным для рынка treasuries в последние две недели оказалось также влияние внешних факторов, однако они во многом оказали разнонаправленное влияние на treasuries. С одной стороны, давление на казначейские бумаги могли оказать перспективы удорожания ресурсов не только в Японии и Европе, но также и в Китае, после того как Народный Банк Китая повысил ставку с 5.58% до 5.85%. В контексте недавнего коммюнике «Большой семерки», шаги азиатских государств, направленные на ослабление регулирования их национальных валют и, соответственно, их укрепление, могут привести к падению спроса на долларские активы. Недавнее обвальное падение доллара, который упал с середины апреля с уровней \$1.21 за евро практически от уровней \$1.27, стало подтверждением падения интереса инвесторов к долларским активам.

С другой стороны, текущие доходности treasuries продолжили притягивать иностранные инвестиции. В частности, стоит выделить и рост спроса со стороны японских инвесторов, которые с началом нового финансового года активизировались на рынке treasuries, тем более, что в контексте 3.8%-го падения доллара к йене, для них американские активы стали более выгодными.

Динамика изменения проц. ставок по US treasuries



Кривая доходности по US Treasuries



Начало новой недели дало новый толчок к продажам treasuries, усилив вероятность более чем одного повышения ставки, равно как и уверенность в стабильности роста экономики США. Так, вышедший в понедельник отчет по производственному ISM оказался лучше прогнозов, хотя аналитики предрекали снижение индекса. Общий индекс на уровне 57.3 позволяет говорить о том, что экономика в апреле росла более высокими темпами благодаря укреплению рынка труда и производственного сектора. В результате, доходность индикативных десятилетних treasuries выросла с уровней 5.06% до 5.12% годовых.

Выход Сервисного ISM в среду так же впечатлил инвесторов, показав рост до 63 п. против ожиданий 59.2 п.

Стоит отметить, что в понедельник Бернанке в интервью признался, что рынок неверно трактовал его выступления в конгрессе, и что он остается агрессивно настроен по отношению к денежной политике. Это спровоцировало продажи treasuries, в результате которых доходности десятилетних бумаг выросли до 5.12% годовых. Некоторая непоследовательность в действиях главы ФРС усилила неопределенность в отношении дальнейшей судьбы ставок, равно как и не прибавила очков самому Бернанке, которому теперь вновь придется восстанавливать имидж агрессивного политика.

Скорее всего, в ближайшие дни на рынке treasuries будет развиваться незначительная коррекция, которая может усилиться с выходом сервисного индекса ISM в среду. Ожидается, что его значение покажет снижение до 59.2 пп. против 60.5 в марте.

Наиболее важным отчетом первой недели мая станет выход payrolls, который покажет положение вещей на рынке труда США. Аналитики прогнозируют, что в апреле занятость в стране увеличилась в среднем на 200 000, что ниже мартовского показателя в +211 000. Уровень безработицы, согласно предварительным прогнозам, останется на 5-летнем минимуме в 4.7%. Почасовая оплата труда увеличится на 0.3%, а рабочая неделя по-прежнему составит 33.8 часов. В целом, прогнозы аналитиков выглядят весьма оптимистично, и в случае, если они оправдаются, можно ожидать усиления давления на treasuries, тем более, что в начале следующей недели ожидается размещение пользующихся спросом десятилетних казначейских бумаг, которое также окажет давление на котировки treasuries.

В целом, рынок в настоящий момент будет очень чутко реагировать на новостной фон. Текущие уровни доходности treasuries выглядят в настоящий момент оправданными, поскольку они незначительно превышают ожидаемый уровень базовой ставки (5%), что обусловлено сохраняющейся вероятностью более чем одного повышения ставки ФРС. В пользу treasuries также играет недавнее падение доллара, которое повысило привлекательность американских активов у иностранных инвесторов.

Вместе с тем, в случае, если ФРС даст сигналы к тому, что в июне состоится еще одно повышение, возможен рост доходности по индикативным десятилетним бумагам до новых уровней вблизи 5.20% годовых. В противном случае, десятилетние treasuries под давлением спроса могут отступить к отметке 5% годовых.

### ***Emerging markets***

Долги emerging markets в начале апреля подверглись фиксации, которая привела к расширению спреда EMBI+ до 200 п., впрочем, расширение могло бы быть куда меньшим, если бы не впечатляющий скачок доходностей treasuries. Поворотным моментом на рынке стала публикация протоколов FOMC, после которых рынок сделал вывод о том, что ФРС вряд ли повысит ставку до 5.25% годовых, что соответственно может положить конец нисходящему тренду в treasuries и на долговом рынке в целом. Одновременно с ростом аппетита инвесторов к риску и подъемом на фондовых рынках, интерес вернулся и в



долги emerging markets. В результате, начиная с даты публикации протоколов (18 апреля), спрэд EMBI+ начал постепенно сужаться, сократившись со 197 п. до 173 п.

Вероятность скорого прекращения цикла повышений предопределила динамику торгов долгами emerging markets. Если в середине апреля на фоне снижения базовых активов, перспективы для вложения средств в рисковый сектор практически отсутствовали, то после публикации протоколов FOMC интерес инвесторов вернулся в сектор долгов развивающихся стран.

Протоколы FOMC показали, что ФРС не пойдет на чрезмерное ужесточение своей политики в целях сохранения стабильности экономического роста, что способствовало заметному росту уверенности инвесторов в будущем экономики США и, как следствие, подъему фондового рынка и прочим рисковым активам.

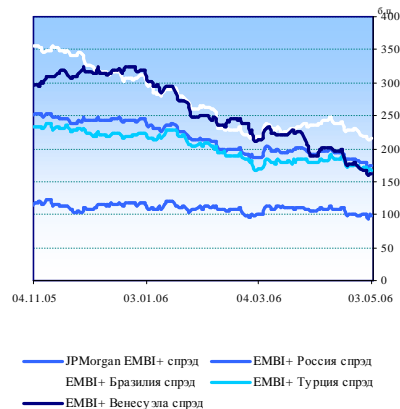
Все же стоит отметить, что неопределенность в отношении ставок ФРС стала немаловажным фактором, способствовавшим притоку средств в долги стран emerging markets. С одной стороны, ФРС готов сделать паузу в цикле повышений, а с другой стороны, экономические показатели продолжают показывать впечатляющий рост, сопровождаемый усилением инфляционного давления. Тем не менее, инвесторы сделали ставку на приостановку цикла повышений, и, как показали последующие события, не обосновательно.

В результате, выведенные ранее из казначейских бумаг средства поддержали покупки инвесторов. Ведущие фондовые индексы испытали значительный рост: Доу Джонс взлетел с 11040 п. до 11400 п., российский РТС за это же время вырос, пусть и с небольшой коррекцией на прошлой неделе, с 1550 п. до 1716 п. Благодаря сохраняющейся высокой долларовой ликвидности, рост фондовых рынков уже традиционно стал служить индикатором аппетита инвесторов к риску, и в большинстве случаев он приводит к подъему долговых инструментов развивающихся стран.

Вышедший за прошедшие две недели массив экономических данных по США укрепил уверенность инвесторов в продолжении стабильного роста американской экономики, что подстегнуло фондовые рынки. Состоявшееся в прошлый четверг выступление главы ФРС Бернанке перед конгрессом дало очередной довод в пользу продолжения роста долговых инструментов. Бернанке указал на возможность паузы в цикле повышений, однако также дал понять, что она не будет означать завершения эры агрессивной денежной политики ФРС. Таким образом, вероятность того, что treasuries на какое-то время стабилизируются у уровней 5% годовых, дало шанс долгам развивающихся стран, в особенности высокодоходному сегменту.

В результате, спрэд по долгам Аргентины, Колумбии, Венесуэлы и Эквадора сократился за прошедшие две недели на 30-40 пп. Отчасти спрос на еврооблигации этих стран был обусловлен и благоприятной ситуацией на сырьевых рынках, где нефть обновила очередные максимумы на уровне \$75 за баррель. Также достаточно устойчивым спросом пользовались долги Бразилии. Хеджевые фонды увеличивают инвестиции в бразильские бумаги, предпочитая еврооблигации с длительными сроками обращения, в ожидании понижения уровня процентных ставок Центробанком Бразилии. Сейчас ставка в Бразилии составляет 15.75% годовых. Текущая тенденция к понижению процентных ставок предоставляет большие перспективы для роста стоимости бразильских еврооблигаций. Из европейских еврооблигаций стоит выделить долги Турции, выигравшие от принятия социального законодательства, которое приблизило страну к Евросоюзу и к получению более высокого кредитного рейтинга. Также назначение Дурмуса Илмаза главой Центробанка страны после ухода прежнего руководителя положило конец полемике вокруг этого поста, снизившей доверие инвесторов к Турции, что также будет способствовать росту долгов этой страны. Стоит также отметить, что немаловажным фактором оказалось и падение курса доллара, которое, во-первых, повысило привлекательность активов, номинированных в американской валюте, а во-вторых, содействовало снижению долговой нагрузки развивающихся стран.

Динамика спрэдов EMBI+



В ближайшей перспективе неопределенность в секторе долгов emerging markets будет снижаться, что на фоне относительной стабилизации базовых активов продолжит способствовать новым вливаниям денежных средств. В частности, стоит отметить, снижение



политической неопределенности в Латинской Америке, где вероятность прихода к власти нежелательных для Wall Street политиков заметно снизилась. В частности, инвесторы практически не сомневаются, что во втором туре президентских выборов в Перу победу над левым Ольянто Умала одержит кандидат от либерального крыла. Аналогично в Мексике, по данным последнего опроса, благоприятный для Wall Street кандидат Кальдерон отвоевал много очков у своего левого оппонента Лопеса Обрадора, увеличивая свои шансы на победу на президентских выборах 2 июля.

Из внешних факторов основным риском для долгов emerging markets остается повышение базовой ставки в США. Однако, рынок, в особенности после прошедшей в прошлый четверг тестимонии Бернанке перед Конгрессом, ждет паузы в цикле повышений, которая при существующем избытке долларовой ликвидности будет способствовать активизации инвесторов в высокодоходном сегменте рынка.

Снижение базовых активов, последовавшее вслед за комментарием Бернанке в понедельник, негативно отразилось и на долгах emerging markets, однако при общем настрое инвесторов на покупку рискованных активов может, наоборот, стать неплохой возможностью нарастить позиции по ряду бумаг. Достаточно привлекательно со стратегической точки зрения выглядят долги Турции. После понедельничного рывка десятилетних treasuries к отметке 5.12%, и последовавшего за ним снижения еврооблигаций развивающихся стран возможен спрос на высокодоходные Латиноамериканские долги.

Скорее всего, после непродолжительного расширения спреда EMB+ в ближайшие дни (до 185 п.) тенденция к его плавному сужению возобновится, целью которой являются уровни 170 п.

## Российские еврооблигации

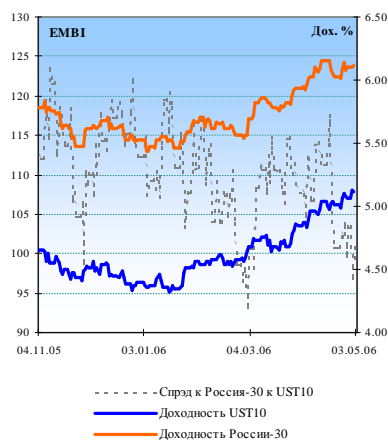
### Государственные еврооблигации

Российские суверенные еврооблигации в последние две недели продолжили следовать за динамикой treasuries, вместе с тем волатильность торгов заметно упала, и котировки индикативной «России-30» во второй половине апреля оставались в диапазоне 108-109% от номинала, доходности соответственно колебались в диапазоне 6.02-6.15% годовых. Вместе с тем, стоит отметить, что достаточно стабильная позиция российского суверенного долга стала причиной сужения спреда EMBI+ Russia, который сократился со 111 п. до 93 п. в начале этой недели. Главной причиной для сужения спреда стала негативная динамика базовых активов на фоне стабилизации российского долга. Напомним, что treasuries потеряли в цене после выхода инфляционных отчетов, а также весьма позитивной статистики по экономике США, в том числе продажам новых домов, росте потребительского доверия и заказов на товары длительного потребления.

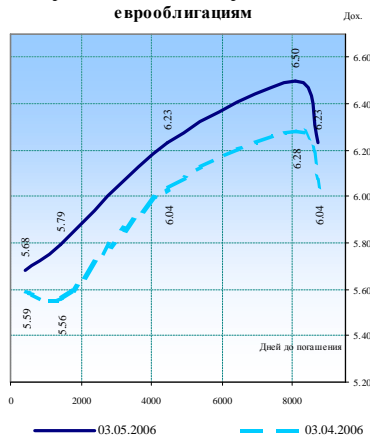
Незначительное rally в секторе российского внешнего долга отмечалось в период с 18 по 21 апреля, когда американский долг пошел вверх после публикации протоколов FOMC, снизивших вероятность повышения базовой ставки после майского заседания. В результате, котировки индикативной «России-30» выросли за этот период до с 108% до 109,15% от номинала, а доходности соответственно снизились с 6.15 до 6% годовых. Публикация инфляционных данных и снижение treasuries не повлияли на российский внешний долг, который к тому моменту обрел еще один важный фактор поддержки: цены на нефть, которые как раз в этот период начали штурм ключевых рубежей выше \$70 за баррель.

Вместе с тем, последняя неделя апреля на фоне снижения treasuries после впечатляющих экономических публикаций в США обусловила слабый нисходящий тренд в российских еврооблигациях. Выступление Бернанке перед конгрессом дало стимул для роста российского долга, однако, на фоне отступившей от рекордных значений в \$75 за баррель нефти, индикативной «России-30» удалось подойти только к отметке 108.6% от номинала, при доходности 6.1% годовых.

UST10YTM и Россия-30



Кривая доходности по российским еврооблигациям



Начало новой недели оборвало восходящий тренд на emerging markets. Последовавшее вслед за treasuries снижение привело российские еврооблигации с погашением в 2030 г. к уровням 108.45% от номинала, при доходности 6.12% годовых.

Дальнейшая динамика российского долга продолжит определяться ситуацией на американском долговом рынке. В случае возобновления слабой нисходящей тенденции на рынке treasuries в преддверии публикации важных экономических данных в пятницу, а также заседания FOMC, российский долг также покажет снижение, которое может привести к расширению спреда. В понедельник, в частности, после незначительно роста доходности treasuries, российские еврооблигации подешевели более существенно, что привело к расширению спреда до 103 п..

Однако, важно отметить, что возросший интерес к сектору emerging markets сохраняется, и это в какой-то мере может сдержать падение российского долга.

В настоящий момент ожидания инвесторов складываются в пользу слабой восходящей коррекции в долговом секторе. Индикативные десятилетние treasuries, заметно снизившиеся в понедельник, в ближайшие дни будут тяготеть к уровням 5% годовых, что на фоне сохраняющейся неопределенности в отношении дальнейшей судьбы процентных ставок в США может дать шанс к росту российским еврооблигациям. «Россия-30», скорее всего, будет держаться в диапазоне 108-109% от номинала, а спред EMBI+ может вернуться в диапазон 90-100 п.

Надо отметить, что определенный позитивный для российского рынка эффект вызвали слова президента России Владимира Путина, который, выступая 27 апреля на российско-германском бизнес-форуме в Томске, заявил, что РФ в текущем году планирует полностью погасить задолженность перед Парижским клубом. Эта информация в четверг вызвала активизацию покупок в секторе кредитных нот Agies, выпущенных в привязке к платежам по долгу России перед ФРГ в рамках Парижского клуба кредиторов, однако на стоимость остальных выпусков повлияла мало.

### ***Корпоративные еврооблигации***

Следя общей динамике долгового рынка, российские корпоративные еврооблигации стабилизировались вблизи достигнутых уровней. Достаточно позитивный фон, созданный фондовым рынком, поддержал котировки еврооблигаций корпоративных эмитентов, и за вторую половину апреля они выросли на 5-15 пп.

Наибольшее снижение наблюдалось 19 апреля, когда был опубликован индекс CPI, повлекший за собой волну фиксации прибыли в рискованных активах. На этом фоне сильнее всех снизились котировки «Газпрома-34» (-0.32%), наиболее популярного среди иностранных инвесторов. Еще одно снижение было спровоцировано выходом рекордного индекса потребительского доверия в США и ростом заказов на товары длительного пользования, которые спровоцировали в долговом секторе. Как и в первом случае, лидером снижения оказался длинный «Газпром», который за два дня (25-26 апреля) потерял 1% от стоимости. Также заметно снизились длинные выпуски «Алросы», «ВТБ», «Сибнефти», «Банка Москвы», которые потеряли в среднем 25-45 пп.

Вместе с тем, стоит отметить, что, несмотря на имевшую место фиксацию прибыли по еврооблигациям наиболее видных корпоративных эмитентов, им удалось по итогам двух недель прибавить в цене. Так «Газпром-34» вырос почти на 1%. Неплохую динамику показали телекомы, в особенности «Вымпелком-10», который вырос на 0.78% и «Алроса-14» (+0.34%).

Стоит отметить, что в середине месяца достаточно сильное снижение наблюдалось в банковском секторе. Возможно, продажи торгуемых выпусков



были вызваны ожидаемыми размещениями еврооблигаций «Сбербанка России», «Банка Москвы» и «Россельхозбанка», что вынудило часть инвесторов сократить свои позиции в других банковских бумагах. В результате больше всех пострадал «Банк Москвы», котировки еврооблигаций которого с погашением в 2010 г. потеряли 0.2%.

На последней неделе апреля состоялись road-show сразу нескольких российских банков: «Сбербанка» и «Номосбанка», а на первой неделе мая состоятся road-show «Россельхозбанка» и «Банка Москвы».

По результатам road - show «Сбербанк» разместил евробонды (loan participation notes, LPN) на \$500 млн. под 98 б.п. к среднерыночным свопам, что соответствует 6.48% годовых. Организаторами евробондов выступили Barclays Capital и JP Morgan.

«Номос-банк» разместил в соответствии с правилом reg S трехлетние евробонды объемом \$150 млн. под 8,25%. Организаторами выпуска являлись UBS и Citigroup.

«Россельхозбанк» (РСХБ) начал на этой неделе road - show евробондов. Организаторами размещения выступают Deutsche Bank и JP Morgan. Евробонды будут выпущены по правилу Reg S/144A. Ранее сообщалось, что «Россельхозбанк» планирует в начале мая выйти на рынок с выпуском евробондов планируемым объемом до \$500 млн. и с более длинным сроком обращения, чем предыдущий выпуск еврооблигаций банка.

Также стало известно о планах «Банка Москвы» в ближайшее время разместить еврооблигации на сумму до 500 млрд. долл. Ожидаемая доходность евробондов «Банка Москвы» 170-175 базисных пунктов к среднерыночным свопам (7,25-7,30% годовых - прим. ИФ-АФИ). Срок обращения бумаг составит 7 лет. Окончательная цена размещения, как ожидается, будет определена в четверг, 4 мая. Евробонды будут размещаться по правилам RegS и 144a.

Еще одним банком, который может скоро выйти с первичным размещением еврооблигаций может стать "Русский стандарт". Ожидаемая доходность пятилетних евробондов банка находится в пределах 8,375-8,625% годовых. Организаторами выпуска выступают Deutsche Bank и Dresdner Kleiner Wasserstein. Евробонды будут выпускаться по правилу 144a/RegS. Объем выпуска составит от \$300 млн.

Помимо банковских размещений стало известно о готовящемся выпуске еврооблигаций «Вымпелкома». Рейтинговое агентство Standard & Poor's присвоило рейтинг приоритетного необеспеченного долга "BB" сертификатам участия в займе на сумму до \$500 млн., которые планирует выпустить компания UBS (Luxembourg) S.A. с целью финансирования кредита на ту же сумму, привлекаемого ОАО "Вымпелком" (РТС: VIMP). Прогноз рейтинга "позитивный".

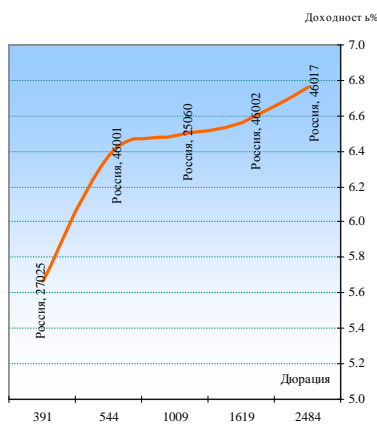
Стоит также выделить намерение компании "РБК Информационные Системы" выпустить евробонды (credit linked notes, CLN) сроком обращения 2 года и объемом \$100 млн. Организатором выпуска выступает МДМ-банк. Планируемые сроки начала размещения - середина мая.

## Российские рублевые облигации ГКО-ОФЗ-ОБР

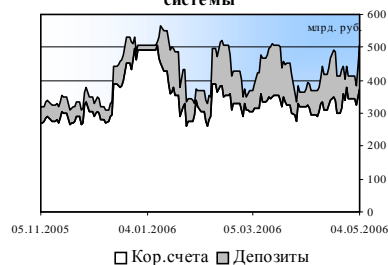
Стабилизация внешнего долга РФ вместе с ростом курса рубля обеспечила неплохую поддержку российскому рублевому долгу. Однако ближе к концу месяца в связи с обострением ситуации с рублевой ликвидностью, котировки рублевых гособлигаций снижались.

Итак, одним из основных факторов, способствовавших подъему российского госдолга, стал достаточный объем рублевой ликвидности. Объем средств кредитных организаций на корреспондентских счетах и депозитах в ЦБ РФ в среду достиг 490,6 млрд. рублей). Кроме того, выплата Минфином РФ купонов по двум выпускам гособлигаций и погашение ОФЗ-ФК серии 27024 на общую сумму 15,7 млрд., дополнительно способствовали формированию позитивной динамики в секторе. Традиционные игроки в секторе, такие как «Сбербанк» и «ВТБ», доминирующие на рынке, получив столь существенные выплаты, реинвестировали их в выпуски ОФЗ, что соответственно дало рынку стимул для роста. Однако, основная часть средств была направлена на первичные размещения, проводимые МинФинном.

Кривая доходности ГКО-ОФЗ



Динамика ликвидности банковской системы



Минфин РФ провел 19 апреля аукционы по доразмещению двух выпусков госбумаг - ОФЗ-АД серии 46020 (с погашением в 2036 году) и ОФЗ-ПД 25059 (с погашением в 2016 году). Эмитент, в частности, предоставил небольшую премию по доходности к вторичному рынку, что позволило разместить практически полностью первый из вышеназванных выпусков ОФЗ и больше половины выпуска ОФЗ-ПД 25059.

Как сообщает Интерфакс, средневзвешенная цена ОФЗ 46020 на аукционе составила 99,69% от номинала, что соответствует доходности 7,05% годовых. Было продано бумаг на общую сумму 8,883 млрд. рублей по номиналу при объеме предложения 9 млрд. рублей и спросе 13,022 млрд. рублей по номиналу. В свою очередь средневзвешенная цена ОФЗ 25059 на аукционе составила 98,48% от номинала, что соответствует доходности 6,63% годовых. Было продано бумаг на общую сумму 6,14 млрд. рублей по номиналу при объеме предложения 11 млрд. рублей и спросе 13,803 млрд. рублей по номиналу.

Большой объем свободных рублевых средств в банковском секторе стал основной причиной и достаточно высокого для последнего времени спроса инвесторов на облигации банка России (ОБР) на аукционе, который проходил в четверг, 20 апреля.

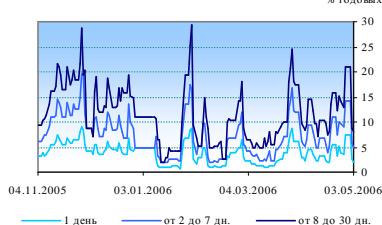
На последней неделе апреля в связи с ухудшением ситуации с рублевой ликвидностью (совокупные остатки на корсчетах и депозитах банков в ЦБ РФ не превышали 450 млрд. руб.), интерес к рублевому госдолгу заметно снизился. Объем торгов облигациями федерального займа на вторичном рынке составил, по итогам пяти торговых дней, всего 1,623 млрд. рублей. При этом большую часть недели на рынке преобладала тенденция к плавному снижению цен, и лишь в пятницу, на фоне подъема внешнего долга, на рынке наметилась некоторая стабилизация. Средневзвешенная доходность в секторе ОФЗ-АД и ОФЗ-ФД по сравнению с 21 апреля снизилась на 9 базисных пунктов, составив в последний рабочий день месяца 6,77% годовых.

Сохраняющаяся напряженность с рублевой ликвидностью обусловила низкую активность игроков в секторе рублевого госдолга. Кроме того, во вторник внимание операторов от сектора ОФЗ отвлекло размещение облигаций Московской области на 12 млрд. рублей (этому выпуску агентство Standard & Poor's присвоило рейтинг на уровне "ruAA"). На этом фоне котировки ОФЗ незначительно снизились. Средневзвешенная доходность в секторе ОФЗ составляла в начале первой недели мая 6,73% годовых.

В ближайшие дни на фоне некоторого восстановления валютного госдолга, а также улучшения ситуации с рублевой ликвидностью и дальнейшего снижения спроса на рубли стоит ожидать роста в секторе рублевого госдолга. Кроме того, котировки ОФЗ могут поддержать выплаты Минфином РФ купонов по двум выпускам гособлигаций (ОФЗ-ПД 25058 и 25060) на общую сумму чуть более 854 млн. рублей. Отсутствие в альтернативном для рынка госбумаг секторе корпоративных облигаций крупных первичных размещений, объем которых на текущей неделе может составить всего 1-1,5 млрд. рублей по номиналу, также дает основания надеяться на положительную коррекцию цен ОФЗ.

Достаточно большой объем выплат по госдолгам в мае создает в целом позитивный фон для некоторого роста сектора. По сообщению Интерфакса, объем выплат Минфина РФ по внутреннему долгу в госбумагах в мае составит 12 млрд. 337,5 млн. рублей. Согласно сообщению Минфина, наибольшие выплаты запланированы на 17 мая, когда предстоит погашение ОФЗ-АД серии 45001. Владельцы этих бумаг получат 9 млрд. 923,4 млн. рублей, а с учетом купонных выплат по еще двум бумагам расходы бюджета в этот день составят 11 млрд. 483,4 млн. рублей.

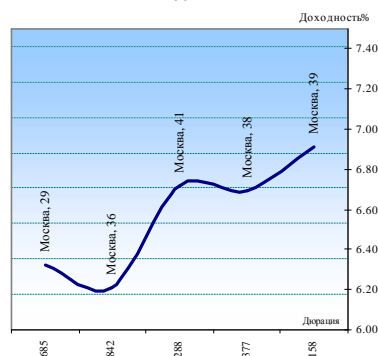
Динамика процентных ставок на МБК



Динамика курсов EURRUB и USDRUB



Кривая доходности облигаций Москвы



### Субфедеральные и муниципальные облигации

На вторичном рынке субфедеральных и муниципальных облигаций активность была невысокой. После размещения «Москвы-44», интерес инвесторов к этому выпуску какое-то время поддерживал активность торгов, однако, достаточно быстро она снизилась, и объемы торгов сократились, равно как и доля облигаций Москвы в общем биржевом обороте субфедеральных облигаций, которая вновь приблизилась к 30%. Также наблюдалась тенденция к продажам в третьем эшелоне.

Основное внимание инвесторов было сосредоточено на первичном размещении Московской области, которое состоялось на прошлой неделе. Объем спроса на аукционе по размещению шестого займа Московской области составил более 18,3 млрд. рублей, в 1.5 раза превысив предложение. Цена отсечения составила 106,10% от номинала. Эффективная доходность к погашению составила 7,65% годовых.

Что касается других размещений, то они прошли менее успешно. Неликвидные бумаги не пользуются большой популярностью у инвесторов. Так размещение 7-го займа Якутии на 2,5 млрд. руб., две недели назад прошло без ажиотажного спроса под доходность 7,99% годовых с дюрацией около 5 лет.

Ухудшение ситуации с рублевой ликвидностью крайне негативно отразилось на размещении облигаций Ярославской области. В канун праздников эмитенту так и не удалось полностью разместить выпуск.

### Корпоративные облигации

Достаточно позитивный настрой инвесторов в середине апреля, благодаря которому котировки корпоративных облигаций показали рост, в конце месяца резко изменился на фоне ухудшения ситуации с рублевой ликвидностью. Налоговые выплаты, несмотря на достаточный объем рублевой ликвидности, привели к росту ставок МБК вследствие повышенного спроса на рубли. В результате, наиболее ликвидные выпуски облигаций подверглись распродаже, что негативно отразилось на динамике рынке корпоративных облигаций.

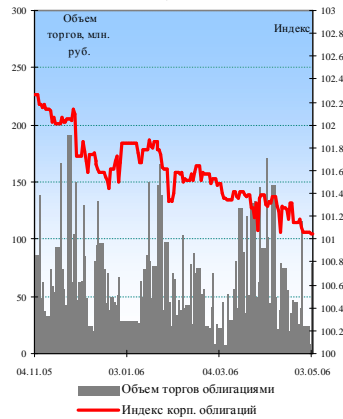
Воздействие внешних факторов оказало двойное воздействие на рынок. Достаточно негативное отношение инвесторов к долговому рынку, вызванное ожиданиями дальнейшего ужесточения денежной политики в США, и как следствие перспектив снижения долговых активов, способствовало преобладанию негативной динамики торгов в секторе во второй декаде апреля.

Вместе с тем, публикация протоколов FOMC существенно снизила вероятность повышения ставки ФРС после майского заседания, что вернуло интерес инвесторов к долговому сегменту, однако рост российских корпоративных долгов был ограничен началом периода налоговых платежей. Влияние внешних факторов продолжило сказываться на российском рынке и в последнюю неделю апреля. Сильные экономические отчеты по США притормозили рост долговых рынков: вслед за снижением treasuries, российский внешний долг так же подешевел, что неминуемо отразилось в негативной тенденции в секторе корпоративного долга.

Вместе с тем, несмотря на достаточно сильное воздействие внешних факторов, более значительное влияние на рынок традиционно оказала рублевая ликвидность. Характерное ухудшение ситуации с рублевой ликвидностью в конце месяца на фоне периода налоговых выплат отразилось в снижении активности игроков, равно как и оказало давление на наиболее ликвидные корпоративные облигации, которые участники рынка продавали в целях пополнения ликвидности.

Стоит отметить, что достаточно стабильное положение российского рынка корпоративных облигаций также обязано и продолжающему укреплению рубля по отношению к доллару, что делает российские рублевые активы более привлекательными. Политика удержания курса рубля, проводимая ЦБ РФ, также дает о себе знать: скупая доллар, Центробанк автоматически выплескивает на рынок большие массы рублевый средств, которые частично уходят в долговой сектор, способствуя подъему котировок облигаций.

Динамика индекса корпоративных облигаций ММВБ



В целом, цены большинства бумаг корпоративного рынка в этот период колебались в рамках бокового тренда, однако котировки бумаг "первого эшелона", по итогам прошедшей недели, снизились. Индекс полной доходности RUXCbonds вырос за период с 24 по 28 апреля на 0,18% и составил 192,09 пункта, а ценовой индекс RUXCbonds-P - на 0,01% до 113,04 пункта.

Возвращение интереса инвесторов к долговому сегменту отмечалось в начале этой недели, когда благодаря спросу на «голубые фишки» на рынке наблюдался подъем активности. Однако, межпраздничный период и неопределенность на внешних рынках удержали рынок в боковом тренде.

В ближайшей перспективе цены корпоративных облигаций могут вырасти на фоне увеличения рублевой ликвидности и возможной восходящей коррекции на рынке базовых активов. Как уже отмечалось, помимо фактора начала месяца на восстановление ликвидности позитивно влияет скупка валюты, проводимая ЦБ РФ, поэтому в начале месяца уровень банковской ликвидности может вырасти до рекордных значений, что будет стимулировать покупки корпоративного долга. Объем первичных размещений корпоративных облигаций на рынке в ближайшей перспективе не окажет давления на цены вторичного рынка. Объем объявленных первичных размещений на этой неделе составляет лишь 1,5 млрд. рублей. Так, в среду, 3 мая, состоялось размещение облигаций ОАО Завод "Автоприбор" 1-й серии объемом 500 млн. рублей. Банк "Национальная факторинговая компания" (НФК) 4 мая размещает дебютный выпуск долговых инструментов на 1 млрд. рублей.

### **Прошедшие размещения**

Интерфакс сообщает, что активность первичного рынка рублевых долговых инструментов на ФБ ММВБ за период с 17 по 28 апреля находилась на невысоком уровне. Объем первичных размещений составил 13,3 млрд. рублей.

В среду, 19 апреля, состоялось размещение облигаций ОАО "Российские коммунальные системы" (РТС: RKOS), крупнейшего частного бизнес-оператора в российском ЖКХ. РКС полностью разместили на ФБ ММВБ дебютный выпуск облигаций на 1,5 млрд. рублей. Ставка 1-го купона была определена на аукционе, она составила 9,7% годовых. Спрос на облигации превысил предложение в 2 раза: на конкурс была подана 81 заявка с диапазоном купона 8,25-10,1% годовых на общую сумму 3,1 млрд. рублей. Срок обращения бумаг - 3 года. Облигации РКС имеют 6 полугодовых купонов. Организатором и андеррайтером выпуска выступил «Газпромбанк». В состав синдиката вошли ИГ "Регион" и банк "Ак Барс" (РТС: BVKZ) в качестве соорганизаторов, а также «Меткомбанк», ИФК "Алемар", АКБ "Спурт", ФК "Уралсиб" (РТС: USBN), ИК "Русс-Инвест" в качестве андеррайтеров.

В четверг, 20 апреля, ООО "АЦБК-Инвест" (дочерняя структура ОАО "Архангельский ЦБК") полностью разместило облигации 3-й серии на 1,5 млрд. рублей. Ставка 1-го купона облигаций "АЦБК-Инвест" по итогам аукциона была определена на уровне 9,95% годовых. Срок обращения бумаг 5 лет. Облигации АЦБК имеют 20 квартальных купонов. Ставки 2-6 купонов приравнены к величине первого, остальные купоны будут определены эмитентом позже. Дата погашения облигационного займа - 14 апреля 2011 года.

В прошлый вторник, 25 апреля, на первичном рынке состоялось размещение дебютного выпуска долговых инструментов "Русского международного банка" (РМБ) на 1 млрд. рублей сроком на 3 года. Ставка 1-го купона облигаций РМБ в ходе аукциона по размещению на ФБ ММВБ составила 10,5% годовых. Таким образом, доходность облигаций к годовой оферте сложилась на уровне 10,77% годовых.



В среду, 26 апреля, состоялось размещение дебютного выпуска облигаций группы "Синергия" (холдинг, владеющий активами предприятий в сфере производства ликероводочной продукции, пищевой промышленности, розничной торговли). Компания полностью разместила выпуск ценных бумаг на 1 млрд. рублей. Срок обращения облигаций – 3 года. Ставка 1-го купона облигаций "Синергии" была установлена в размере 10,7% годовых. Таким образом, доходность к 1,5-годовой оферте составила 10,99% годовых. Также, 26 апреля ООО "АрнестФинанс" (является одним из ведущих российских производителей средств по уходу за волосами и бытовой химии в аэрозольной упаковке) в среду полностью разместило дебютные облигации на 600 млн. рублей. Весь выпуск был размещен в ходе аукциона по определению ставки 1-го купона облигаций. Ставка 1-го купона 3-летних облигаций "АрнестФинанс" 1-й серии объемом 600 млн. рублей в ходе аукциона была установлена на уровне 10,3% годовых. Таким образом, доходность к годовой оферте составила 10,57% годовых. Условиями выпуска предусмотрены оферты через 1 и 2 года от даты размещения. Объем спроса на аукционе составил 946 млн. 120 тыс. рублей. Облигации компании имеют 6 полугодовых купонов.

В четверг, 27 апреля, на рынке корпоративного долга проходили размещения облигаций трех банков и одной инвесткомпании.

Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР) в четверг полностью разместил облигации 2-й серии на 5 млрд. рублей. Спрос на аукционе составил 5,5 млрд. рублей. Накануне ЕБРР установил ставку 1-го купона облигаций в размере 5,56% годовых. Всего облигации имеют 20 купонов продолжительностью 91 день каждый. Погашение облигационного займа состоится 21 апреля 2011 года.

«Уралвнешторгбанк» (Екатеринбург) разместил облигации объемом 1,5 млрд. рублей. Ставка 1-го купона дебютных облигаций банка по итогам аукциона в четверг была определена в размере 10,25% годовых. Таким образом, доходность к годовой оферте составила 10,65% годовых. Срок обращения бумаг - 2 года. Облигации имеют 8 квартальных купонов. Длительность каждого купонного периода - 91 день.

«Акибанк» в ходе конкурса полностью разместил дебютные облигации 1-й серии объемом 600 млн. рублей. Ставка 1-го купона облигаций по итогам конкурса на ФБ ММВБ была установлена в размере 12,62% годовых. Таким образом, эффективная доходность бумаг к годовой оферте составила 13,02% годовых. Облигации имеют 6 полугодовых купонов.

Кроме того, в четверг началось размещение ценных бумаг ЗАО "Инвестиционная компания (ИК) "Элемтэ" (Казань) объемом эмиссии 600 млн. рублей. Ставка 1-го купона облигаций по итогам конкурса была установлена в размере 9,8% годовых. Таким образом, доходность к годовой оферте составила 10,04% годовых. Всего бумаги имеют 8 полугодовых купонов.

## Предстоящие размещения:

| Сектор рынка | Облигация, выпуск   | Номер регистрации | Начало размещения | Дата погашения | Номинал   | Объем эмиссии | Рейтинг |
|--------------|---------------------|-------------------|-------------------|----------------|-----------|---------------|---------|
| Корп         | Монетка-Финанс-1-об | 4-01-36133-R      | 18.05.2006        | 14.05.2009     | 1 000 RUB | 1 000 000 000 | Нет     |
| Корп         | Собинбанк-1-об      | 40101317В         | 17.05.2006        | 13.05.2009     | 1 000 RUB | 2 000 000 000 | Нет     |

По данным [rusbonds.ru](http://rusbonds.ru)



## **Аналитический отдел ИФК «Алемар»**

Василий Конузин - тел. (495) 411-66-55 добавочный 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](mailto:research@alemar.ru)**

При подготовке обзора использована информация агентств «Интерфакс», РосБизнесКонсалтинг, Финмаркет, Bloomberg, BondsFINAM, компаний FXClub, FOREX times.

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. +7 (495) 411-66-55