

Обзор долгового рынка

С 1 по 17 апреля 2006

СОДЕРЖАНИЕ:

ОБЗОР ДОЛГОВОГО РЫНКА 2 МИРОВОЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК 2

US TREASURIES 2

EMERGING MARKETS 5

РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ 7

ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ 7

КОРПОРАТИВНЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ 8

РОССИЙСКИЕ РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ 10

ГКО-ОФЗ-ОБР 10

СУБФЕДЕРАЛЬНЫЕ И МУНИЦИПАЛЬНЫЕ
ОБЛИГАЦИИ 11

КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ 11

ПРОШЕДШИЕ РАЗМЕЩЕНИЯ 12

ПРЕДСТОЯЩИЕ РАЗМЕЩЕНИЯ: 13

Комментарии:

В первой половине апреля долговой рынок продолжил жить ожиданиями повышения базовой ставки. Состоявшееся 28 марта заседание ФРС дало основания рассчитывать на еще, как минимум, одно повышение базовой ставки в мае. Характер сопроводительного заявления главы денежного ведомства США Бена Бернанке несколько не отличался от высказываний предыдущего главы ФРС Алана Гринспена. Таким образом, Федеральный Резерв оставил для себя достаточно большую свободу действий в отношении ужесточения денежной политики в стране. Последующие данные по экономике стали дополнительным свидетельством того, что рост американской экономики продолжается, а инфляционные показатели продолжают говорить в пользу сохранения ценового давления. Как следствие, treasuries подверглись самой значительной распродаже за последнее время, что привело к росту их доходности до двухлетних максимумов выше 5% годовых.

Значительное снижение базовых активов задало общий тон динамике мирового долгового рынка. Emerging markets последовали за treasuries, при этом последние недели в явном виде показали снижение интереса инвесторов к инструментам с фиксированной доходностью. Растущие нефтяные цены помогли бумагам некоторых нефтедобывающих стран, в частности Венесуэлы, однако рост бумаг был краткосрочным, после чего они также подверглись общему настроению рынка на фиксацию прибыли.

Российский долговой рынок также показал отрицательную динамику. Еврооблигации тесно связанные с динамикой treasuries упали ниже уровней 110% от номинала, а рублевый госдолг из-за узкого спреда к еврооблигациям так же подвергся негативному влиянию внешних факторов: доходность рынка ОФЗ выросла с 6.5% годовых до 6.7% годовых.

Мировой долговой рынок

US treasuries

За прошедшие две недели американские казначейские бумаги подверглись существенной распродаже, что отразилось в смещении кривой доходности treasuries вверх на 10-20 пп., причем наиболее значительный рост отмечался на длинном конце кривой доходности. Главным фактором, инициировавшим падение treasuries, стало заседание Комиссии по открытым рынкам, которое состоялось 28 марта, по итогам которого ставка ФРС была поднята до 4.75%. Однако, что является еще более важным, тон сопроводительного заявления нового главы ФРС Бена Бернанке практически ничем не отличался от предыдущих высказываний бывшего руководителя ФРС – Алана Гринспен. По сути, ФРС оставила себе возможность продолжать повышения ставки при условии, что экономический рост страны продолжится. В результате, за первые два дня с момента заседания доходность десятилетних treasuries выросла с 4.7 до 4.85% годовых. Дальнейшие экономические публикации только укрепили тенденцию к снижению цен на treasuries. Вышедшие индексы производственного и сервисного ISM подтвердили стабильность экономического роста в США, равно как и показали рост инфляционного давления в стране. Однако они лишь подготовили почву для еще одного резкого отступления котировок бумаг, которое последовало за публикацией статистики по рынку труда в США в позапрошлую пятницу (7 апреля), а в дальнейшем было закреплено превысившими ожидания данными о розничных продажах и сокращении дефицита торгового баланса. Благодаря позитивным экономическим данным доходности длинных treasuries к концу прошлой недели закрепились выше отметки 5% годовых, а более короткие оставались выше уровня 4.9% годовых.

Заседание FOMC стало ключевым фактором одного из самых крупных за последнее время снижений на рынке treasuries. Озвученная Бенем Бернанке позиция денежных властей практически не отличалась от позиции его предшественника – Алана Гринспена. В заявлении по итогам заседания говорится, что может понадобиться дополнительное ужесточение политики («some further policy firming may be needed»). При условии того, что темпы роста экономики превышают прогнозы, а инфляционное давление сохраняется, ФРС продолжит повышать ставку в дальнейшем. По завершении заседания вероятность повышения ставки в мае до 5% достигла 93%, а до 5,25% годовых в конце июня – до 22% при том, что неделей ранее в летнее повышение не верил никто. В последующие дни благодаря выходящим экономическим данным вероятность повышения ставки в июле выросла еще больше, перешагнув 50% рубеж.

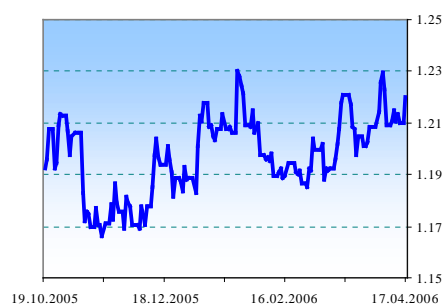
Несмотря на то, что основной импульс к снижению рынка treasuries дали результаты заседания FOMC, не стоит умалять значимости вышедших в последние две недели статистических данных, которые во многом поддержали агрессивную позицию ФРС в отношении ставок.

Одной из первых новостей, усиливших вероятность продолжения цикла повышений базовой ставки, стал выход итогового значения ВВП США за IV квартал 2005 г. Несмотря на то, что итоговые темпы роста ВВП совпали с прогнозами аналитиков и составили 1.7%, базовый индекс изменения цен персональных расходов (PCE, core index of personal- consumption expenditures), на который обращает пристальное внимание ФРС США при оценке инфляции, был пересмотрен до 2,4% с ранее объявленных 2,1%, что стало сигналом растущего инфляционного давления.

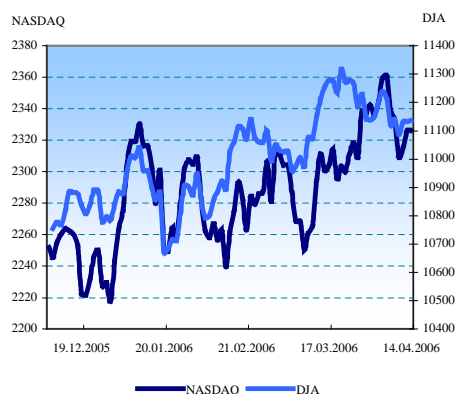
Тенденция к снижению цен на treasuries продолжилась на фоне выхода индексов активности в производстве и сфере услуг, которые подтвердили продолжение стабильного экономического развития в США и вместе с тем показали рост ценовых индексов.

Индекс ISM Manufacturing снизился в марте до 55,2 пункта с 56,7 пункта в феврале. Однако, его значение осталось выше 50 пунктов, что говорит об увеличении производственной активности в стране, которое в настоящий момент идет пусть чуть плавными темпами, нежели в предыдущие месяцы. Кроме того, рынок обратил внимание на то, что инфляционная составляющая

Динамика курса EUR/USD



Динамика индексов DJI и NASDAQ



индекса производственного ISM оказалась выше прогнозов, что стало подтверждением наличия инфляционного давления в стране.

Долгожданный отчет по сервисному ISM оказался лучше прогнозов и вырос в марте 2006 года до 60.5 пункта с 60.1 в феврале. Экономисты ожидали снижения индекса в марте до 59.0 пункта. Несмотря на снижение индекса цен и занятости, рост индекса заказов отражает перспективы роста сервисного сектора в перспективе трех месяцев, что говорит об уверенности американцев в сохранении темпов роста экономики в этом году. Напомним, что на долю сферы услуг приходится около 90% объема ВВП США.

Еще одним мощным импульсом для распродажи treasuries стали вышедшие 7 апреля данные по рынку труда в США (non-farm manufacturing payrolls), который, как и предрекал накануне Министр Финансов Джон Сноу, оказался выше прогнозов. Согласно отчету, число рабочих мест в экономике США в марте увеличилось на 211 тыс. Результат оказался выше среднего прогноза аналитиков, ожидавших увеличения на 190 тыс. Безработица в стране снизилась до 4,7%, в то время как экономисты не ожидали изменений с февральского уровня в 4,8%.

Отчет по рынку труда усилил спекуляции относительно того, что рост занятости может стать причиной активизации инфляционных процессов, вызванных увеличением занятости населения и ростом заработной платы. В результате, доходности десятилетних казначейских бумаг, которые ранее оставались на уровне 4.89% годовых, закрепились выше ключевого рубежа 4.95% годовых, а доходность тридцатилетних бумаг выросла выше 5% годовых.

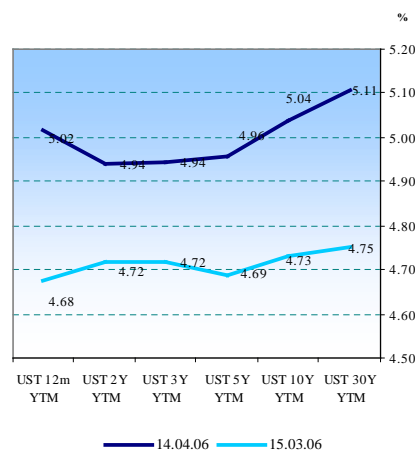
Несмотря на большую зависимость казначейских бумаг от внутренних факторов, в первой декаде апреля немаловажную роль в потоках капитала между Европой и Америкой сыграло заседание ЕЦБ 6 апреля. Настроенные на рост ставок в Европе инвесторы ожидали агрессивного заявления со стороны Европейского центрального банка и надеялись на то, что денежные власти будут последовательными и повысят ставку в мае. Однако, заявление главы ЕЦБ Трише разочаровало рынок и показало неспособность Европы следовать жесткой денежной политике повышений, дав понять, что ожидаемое всеми майское повышение вряд ли состоится, даже, несмотря на то, что экономические данные по Европе в последнее время казались достаточно позитивными. Фактор долгосрочной привлекательности европейских долговых бумаг утратил свою значимость, и спрос вернулся на рынок treasuries, тем более, что ставки по казначейским бумагам выглядели после публикации данных по рынку труда США более чем привлекательными. Как следствие после затяжного снижения в первой декаде апреля, американские долги в начале прошлой недели предприняли попытку восходящей коррекции, отступив на 2-3 пп. от значений пятницы, 7 апреля.

К середине недели доходности treasuries вновь пошли вверх после того, как отчет по торговому балансу показал снижение дефицита торгового баланса США. Дефицит торгового баланса США снизился на 4.1% до \$65.7 млрд. по сравнению с рекордными \$68.6 млрд. в предыдущем месяце. Экономисты ожидали показатель на уровне \$67.5 млрд. Основной причиной снижения показателя стало падение объемов китайского импорта, что, по мнению аналитиков, связано с сезонными факторами, в частности с празднованием китайского Нового года, поэтому многие сходятся во мнении, что еще рано говорить об укреплении тенденции к снижению этого показателя, однако благодаря позитивным ожиданиям в отношении увеличения объема розничных продаж ставки по казначейским бумагам продолжили восходящее движение. В результате, к прошлому четвергу доходности десятилетних treasuries достигли уровня 4.97% годовых, а после публикации превысивших прогноз данных по розничным продажам им удалось преодолеть ключевой барьер 5%. Опубликованные данные по розничным продажам, как и ожидалось, в марте показали увеличение после существенного сокращения месяцем ранее. Согласно статистике, розничные продажи выросли на 0,6%, как и прогнозировали аналитики. Продажи, за исключением автопродаж, увеличились на 0,4% против прогноза в + 0,6%, что также является неплохим результатом. Отчет о потребительских настроениях Университета Мичиган показал, что, согласно предварительным оценкам, индекс потребительских настроений в США в апреле вырос до 89.2 пп. против 88.9 в марте.

Динамика изменения проц. ставок по US treasuries



Кривая доходности по US Treasuries



Кривая доходности по treasuries приняла привычную форму: ставки по тридцатилетним облигациям составляют 5.1% годовых, по десятилетним – 5.03% годовых, а по двухлетним – 4.93% годовых. Эффект инверсии кривой доходности, вызвавший столь кривотолков в конце прошлого - начале этого года, преодолен, и теперь уже окончательно ясно, что вызван он был повышенным спросом иностранных инвесторов на американские казначейские бумаги, нежели реальными негативными процессами в экономике.

В настоящий момент, ожидаемый уровень базовой ставки составляет 5% и вероятность ее повышения до этого уровня сейчас оценивается рынком фьючерсов в 100%, в то время как вероятность повышения ставки до 5.25% к концу года превысила благодаря массиву позитивных данных по экономике США 50%.

Шансы июльского повышения могут выглядеть сейчас несколько преувеличенными, особенно если учесть тот факт, что во второй половине этого года американская экономика, вероятно, замедлит темпы своего роста, в том числе и за счет фактора удорожания кредитных ресурсов. Некоторые представители ФРС открыто заявляют о том, что политика повышения ставки близка к завершению. В частности, глава Федерального резервного банка Канзаса Томас Хоениг отмечает, что при данном уровне ставки ФРС очень близка нужному денежным властям уровню. Таким образом, если принять в расчет тот факт, что июльское повышение может и не произойти, текущие уровни доходности по казначейским бумагам выглядят более чем привлекательно для инвесторов. Ранее доходности длинных treasuries, как правило, отставали на 10 пп. от ожидаемого после ближайшего заседания FOMC уровня базовой ставки, сейчас же они превысили его.

Достаточно большой массив сильной экономической статистики по США привел к тому, что доходности treasuries сейчас опережают реальные прогнозы увеличения ставки, поэтому в ближайшей перспективе возможна игра на повышение котировок казначейских облигаций США. Факт того, что оппонент ФРС – ЕЦБ не будет последовательно увеличивать учетную ставку, а ограничится разовыми повышениями, разочаровал инвесторов, которые ожидали сокращения спреда между ставками в Европе и США до 1.75% к концу года. Кроме того, оказывается, что ажиотаж по поводу роста стоимости кредитов в Японии, также оказался преждевременным. Денежные власти этой страны, прежде всего, решили ограничить денежную массу и только потом прибегнуть к серии повышений ставки, которая вряд ли начнется раньше конца этого года. Данные факторы будут в ближайшее время способствовать спроса росту иностранных инвесторов на государственные долги США, как следствие, играя на повышение котировок на длинном конце кривой доходности. Таким образом, можно предположить, что после преодоления десятилетними treasuries уровня 5%, под давлением спроса их доходность может снизиться на 5-7 пп. к уровням 4.95-4.97% годовых.

В начале этой недели возможна восходящая коррекция на рынке, однако она будет ограниченной ввиду отсутствия на рынке европейского спроса, поскольку Европа в понедельник будет отдыхать, празднуя Пасху. В середине недели выйдет ключевой отчет для рынка treasuries, а именно TICS – статистика по вложениям иностранных инвесторов в казначейские бумаги. В случае, если приток инвестиций перекроет дефицит торгового баланса США, доходности казначейских бумаг могут вырасти, в частности, длинные облигации смогут упрочить свои позиции на уровнях выше 5% годовых. В октябре 2005 года объемы инвестиций достигли рекорда в \$105.6 млрд., в ноябре эта цифра снизилась до \$88.5 млрд., а уже в декабре - до \$53.8 млрд. В январе показатель составил \$66.0 млрд., в то время как торговый дефицит - \$68.6 млрд. Важными также будут инфляционные показатели за март, включая PPI и CPI. Аналитики прогнозируют рост PPI на +0.5%, а "ядро" PPI - на +0.2%. Средний прогноз для CPI составляет +0.4%, а для "ядра" CPI +0.2%. Также немаловажным будет отчет ФРБ Филадельфии и Нью-Йорка о производственной активности в регионах.



Стоит отметить, что благодаря последовательной агрессивной политике США по увеличению базовой ставки с 1% двумя годами ранее до 4.75% годовых на настоящий момент, ФРС добилась определенного прогресса в отношении решения структурных проблем экономики. Это может оказать позитивное воздействие на темпы экономического роста и, в частности, способствовать большему, чем ожидалось, росту ВВП в 1-ом квартале текущего года. Американские власти путем повышения ставки добились роста доходности по вложениям в американские активы, что позитивно отражается на спросе иностранных инвесторов и позволяет денежным властям бороться с дисбалансами в экономике страны. Между тем, тема ставок в скором времени утратит свою актуальность, поскольку ФРС вряд ли пойдет на повышение ставки выше 5.25% годовых, - уровня, который соответствует верхней границе нейтрального диапазона. Таким образом, доходности десятилетних казначейских бумаг в месячной перспективе будут колебаться вблизи отметки 5% годовых. Рост доходности может наблюдаться ближе к заседанию FOMC, в случае если представители ФРС будут сохранять агрессивность в своих высказываниях, а экономические данные подтвердят сохранность темпов роста американской экономики и наличие инфляционного давления. В таком случае вполне возможен рост ставок до уровней 5.15-5.2% годовых. С завершением цикла повышений следует ожидать снижения доходности treasuries на 10-15% пп. под мощным спросом со стороны инвесторов, однако данное явление будет временным и доходность бумаг со временем остановится на уровнях, которые на 5–10 пп. превышают уровни базовой ставки.

Emerging markets

Для долгов стран с развивающейся экономикой заседание FOMC также стало ключевым событием, предопределившим динамику торгов в данном секторе в начале апреля. Текст сопроводительного заявления ФРС, озвученный Бенем Бернанке, не изменился по сравнению с предыдущим, что дало основания рынку посчитать майское повышение ставки до 5% делом решенным. Кроме того, экономические показатели по США, вышедшие в первой половине апреля, только укрепили уверенность инвесторов в том, что цикл повышений будет продолжаться. Глобальные инвесторы стали целенаправленно избавляться от американских базовых активов и вкладывать вырученные средства в рисковый сектор, однако предпочтения оказалась на стороне фондового рынка, тогда как долги emerging markets снижались вслед за treasuries. Согласно отчетам Emerging markets portfolio research интерес инвесторов к долговому сектору на фоне столь значительного снижения treasuries заметно ослабел.

Отчасти из-за достаточной волатильности торгов на американском фондовом рынке (колебания индекса Dow Jones в течение дня достигали 200 п.), фондовые рынки развивающихся стран испытали хороший рост, в результате которого некоторым из них удалось обновить исторические максимумы. Между тем, стоит отметить, что данный рост был по большей части спекулятивным и по достижении новых максимумов на рынках последовал откат, связанный с фиксацией прибыли инвесторами. Наибольший спрос инвесторов отмечался в секторе BRIC (Brazil, Russia, India, China). Несмотря на подъем фондовых рынков в этом секторе, индикативные долги стран сектора BRIC показали схожую с treasuries динамику, лишь немного сократив спрэд к десятилетним казначейским еврооблигациям. Так, спрэд EMBI+ Бразилии оставался в диапазоне 235-239 пп., России – 105-110 пп.

Основным спросом на мировых рынках пользовались наиболее рискованные активы – акции либо высокодоходные и не индикативные долги развивающихся стран: Аргентины, Венесуэлы, Перу и Эквадора. Как следствие, спрэд между еврооблигациями этих стран и десятилетних treasuries сужался в некоторые дни на 10-15 п. Хорошую динамику показали долги нефтедобывающих стран, в особенности Венесуэлы, которым удалось значительно сократить спрэд к американским казначейским бумагам вследствие роста нефтяных котировок до рекордных уровней вблизи \$70 за баррель. Основной причиной повышения цен на нефть, по-прежнему, является ядерный вопрос Ирана.

В целом, в первую неделю апреля снижение treasuries проходило опережающими темпами рынок долгов emerging markets темпами. Ожидания продолжения цикла повышений в США спровоцировали мощную распродажу базовых активов, в результате чего в первые дни апреля спрэд EMBI+ составил 192 п., тогда как до заседания ФРС он находился у отметки 200 п.



Начало прошлой недели сопровождалось восстановительной коррекцией казначейских облигаций после того, как доходности длинных выпусков treasuries превысили планку 5% годовых на фоне публикации сильных данных по рынку труда в США. Рост treasuries способствовал подъему еврооблигаций развивающихся стран, однако его нельзя было назвать значительным. Падение интереса к долгам emerging markets тормозило повышательную динамику в секторе и способствовало увеличению спреда EMBI+ с минимумов начала месяца на уровне 192 п. до 200 п. в начале этой недели. К середине прошлой недели активность торгов упала, и продажи emerging markets замедлились, что связано с приближением католической Пасхи. В результате спред EMBI+ сократился на 4 б.п. до 196 б.п.

В настоящий момент основные надежды инвесторов связаны с ожиданиями восстановления emerging markets, с одной стороны, и желанием инвестировать в безрисковые базовые активы, доходность которых в последнее время резко выросла, с другой.

Значительный рост стабильности в секторе emerging markets сохранит привлекательность активов этих стран, однако в этом году рынок не ждет того подъема, который испытал сектор за последние четыре года. Прежде всего, спред рискованных активов по отношению к американским казначейским облигациям в последнее время значительно снизился, что снижает их привлекательность. Кроме того, доходность непосредственно самих базовых активов в последнее время существенно увеличилась. Доходности десятилетних treasuries подошли к отметке 5% годовых, чего не было уже два года. Индекс EMBI+, сузился в феврале до рекордного минимума в 186 пп. В сентябре 2002 года он составлял 1041 пп.

В настоящий момент на рынке emerging markets налицо произошло расслоение активов как минимум на две группы. Первая включает в себя Россию, Мексику и Бразилию (BRIC) и имеет высокие кредитные рейтинги, растущие резервы и сильные валюты. Страны с высокими кредитными рейтингами становятся хорошим местом для вложений благодаря экономическим реформам и дальнейшим перспективам роста.

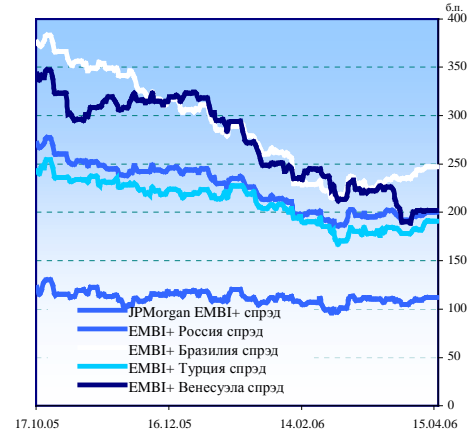
Во вторую группу попали страны с низким рейтингом, такие как Нигерия, Эквадор и Кот-д'Ивуар, долги которых используются в краткосрочных спекулятивных целях, и которые, по сути, близки к понятию «рисковые активы» в отличие от первой группы бумаг. Стоит также выделить и формирование отдельного и очень перспективного блока азиатских долговых инструментов, которые становятся все более популярными на фоне стремительного роста экономик этих стран и относительной политической стабильности, в чем они значительно выигрывают у представителей Латинской Америки. Действительно, одними из лидеров прошлого года на рынке долгов emerging markets стали долги Индонезии и Филиппин.

Из конкретных выпусков еврооблигаций можно выделить долги нефтедобывающих стран. В случае если котировки на нефть вновь пойдут вверх, перспективными могут оказаться долги Венесуэлы, а также России. Правда, в случае с последней рост будет незначительным ввиду высокого странового рейтинга. Индикативные долги (Бразилия, Россия, Китай) будут в ближайшем будущем следовать за treasuries.

Долги Венесуэлы в настоящий момент выглядят весьма устойчиво, в особенности по отношению к еврооблигациям стран с аналогичным рейтингом: Бразилии и Колумбии, поскольку Венесуэла наращивает валютные резервы за счет доходов от продажи нефти. Венесуэла, которая занимает пятое место в мире по экспорту нефти, в прошлом году увеличила ее продажу на 51% до \$48 млрд.

Перспективы Бразилии в долгосрочной перспективе также выглядят достаточно привлекательно. Бразильские экономисты прогнозируют, что Центробанк страны понизит размер базовой процентной ставки до 14% к концу 2006 года с текущего уровня 16,5%. Центральный банк страны не опускал ставку ниже 15,25% с 1999 года. Данные намерения подкрепляются стабильным ростом профицита торгового баланса, благодаря увеличению преимущественно цен на сахар и кофе – основные экспортные товары Бразилии, который ведет к укреплению национальной валюты, оказывая благоприятное влияние на долговой рынок страны.

Динамика спредов EMBI+



Перуанский суверенный долг в последние недели продемонстрировал хорошую динамику на волне ожиданий того, что левый кандидат Умала не одержит победу на президентских выборах. Вместе с тем, сужение спреда было значительным в последние дни (до 190 пп.), поэтому стоит ожидать в ближайшее время его расширения до 200 пп. Прежде всего, стоит выделить тот факт, что предпочтительный кандидат Лордес Флорес пока уступает бывшему президенту Алану Гарсиа, в период президентства которого инфляция подскочила на 7000%, а ВВП страны недосчитал 20%.

Сейчас emerging markets весьма зависят от настроений инвесторов, которые в настоящий момент складываются не в их пользу. Судя по росту фондовых индексов, акции сейчас служат одним из основных направлений для инвестирования глобального капитала. На фоне снижения спроса на еврооблигации стоит ожидать усиления корреляции между динамикой treasuries и долгами развивающихся стран. Определенную угрозу для долгов emerging markets может представлять растущий спрос на treasuries, доходности которых в настоящий момент выглядят адекватно, учитывая, что ожидаемая базовая ставка составляет 5%, а вероятность ее повышения в июле пока еще не так высока. Таким образом, спрос на американские долговые бумаги может отвлечь часть капитала из рискованного сектора, что будет отражаться в дальнейшем расширении спреда к treasuries, поскольку без подпитки со стороны иностранного капитала рост еврооблигаций emerging markets будет ограниченным. Однако по большей части сокращение притока иностранного капитала должно затронуть высокодоходные еврооблигации, тогда как индикативные долги, учитывая возможность коррекции на рынке treasuries, могут показать положительную динамику.

Начало следующей недели будет малоактивным на долгом рынке в связи с празднованием Пасхи в Европе, однако со вторника можно ожидать активизации инвесторов, в том числе и в долгом секторе emerging markets. Учитывая перспективы незначительной восходящей коррекции по treasuries в начале текущей недели, долги emerging markets могут также несколько прибавить в цене, однако, судя по опыту прошлых недель, в первые дни недели можно ожидать расширения спреда EMBI+ на 2-3 пп., поскольку еврооблигации emerging markets будут отставать в росте от американских долгов. После этого на рынке возобновится тенденция к снижению котировок на фоне публикации статистики по притоку средств в казначейские облигации и данных по инфляции, которые должны показать ее усиление в прошлом месяце. Значительного снижения в секторе emerging markets не ожидается, скорее всего, спред EMBI+ на этой неделе будет оставаться в диапазоне 195-200 п. Вместе с тем, возросшая неопределенность в секторе и ослабший интерес к долгам рискованного сектора, говорит в пользу выжидательной позиции по долгам emerging markets с сохранением существующих коротких позиций.

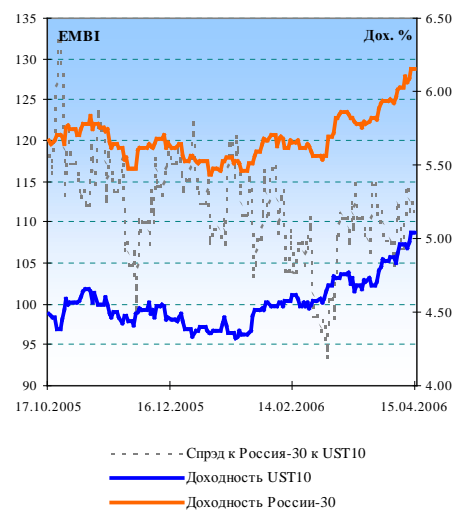
Российские еврооблигации

Государственные еврооблигации

Российские еврооблигации остаются одними из наиболее перспективных на рынке, однако, вместе с тем, они являются и наиболее уязвимыми по отношению к динамике US treasuries. Встретив заседание FOMC на уровне 110% от номинала, «Россия-30» неумолимо снижалась, как и все российские внешние долги, вслед за американскими аналогами до минимальных уровней 108.47% от номинала, достигнутых в среду на этой неделе. Доходность «России-30» выросла с 28 марта с 5.97% до 6.18%, или на 21 пп. к четвергу 13 мая. Доходность американских десятилетних treasuries за этот же период выросла на 20 пп.

Как и в случае с американскими долгами, российские еврооблигации заметно снизились после публикации данных о рынке труда в США. Не успев отыграть снижение в день выхода статистики (7 апреля), российские еврооблигации подверглись распродаже в начале прошлой недели – доходность «России-30» в понедельник выросла с 6.03% годовых до 6.10% годовых. Однако в дальнейшем рост на рынке treasuries не был подхвачен российскими еврооблигациями, в результате чего спред EMBI+ Россия достиг к середине недели уровня 112 п.

UST10YTM и Россия-30



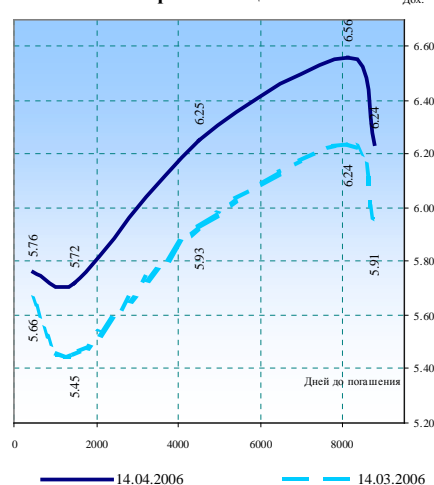
Приближение Пасхальных выходных заметно снизило активность инвесторов на рынке emerging markets и в российском секторе в частности. В отсутствии новых продаж по суверенным долгам, при сохраняющейся тенденции к снижению treasuries, долгам «Россия-30» удалось сократить разрыв между ставками с американскими облигациями до 108 п. к концу недели, т.е. уровней начала месяца.

Уменьшению негативных настроений в отношении российского внешнего долга способствовал также и заметный рост нефтяных котировок на фоне сохраняющейся напряженности по переговорам о ядерной программе Ирана. Нефтяные котировки вплотную приблизились к отметке \$70 долл. за баррель, что в какой-то степени убергло еврооблигации России от более значительного снижения.

«Россия-30», достигнув уровней 107,9% от номинала к четвергу на фоне распродажи treasuries, последовавшей вслед за публикацией статистики о сокращении дефицита торгового баланса, котировки этого выпуска еврооблигаций смогли подрасти до 108% от номинала. Доходность в последний день прошлой недели сократилась на 1 пп. до 6.15% годовых с 6.16% днем ранее.

Начало новой недели будет отмечено сохранением низкой активности в секторе российского внешнего долга. Благодаря высоким ценам на нефть, перевалившим отметку \$70 за баррель, цены Российских еврооблигаций могут незначительно подрасти. Средняя цена за «Россию-30», вероятнее всего, превысит отметку 108% номинала. В дальнейшем динамика российского внешнего долга продолжит определяться извне. Публикация данных по притоку иностранного капитала в казначейские бумаги за февраль, вероятно, даст еще один толчок к продажам на долговом рынке, которые могут только усиливаться важными отчетами по производственной и потребительской инфляции в США. Принимая во внимание текущие прогнозы по индексам CPI и PPI, инфляционное давление в США могло усилиться в прошлом месяце, поэтому на фоне снижения treasuries российские еврооблигации к концу недели так же потеряют в цене. Спрэд EMBI+ Россия, по всей видимости, останется в диапазоне 105-110 п.

Кривая доходности по российским еврооблигациям



Корпоративные еврооблигации

Корпоративные еврооблигации российских эмитентов также подверглись распродаже в первой половине апреля. Фиксация прибыли проходила в основном по наиболее популярным среди иностранных инвесторов бумагам: длинному Газпрому и ВТБ. С начала апреля котировки «Газпрома-34» упали на 2.33%, а «Внешторгбанка-35» на 1.1%. Также к аутсайдерам примкнула «Алроса-14», лидер торгов начала весны этого года, показавшая снижение на 0.9%.

В целом, негативная динамика отмечалась в секторе на протяжении всех двух недель апреля. Незначительные позитивные изменения наблюдались в середине прошедшей недели, на фоне восстановления интереса к российским долгам и повышательной тенденции в мировом долговом секторе. Однако лидерами торгов опять стали известные выпуски: «Газпром-34», «ВТБ-35» и «Норникель», котировки которых после вторичного падения выросли на 20-30 пп.

По итогам двух недель наибольшую устойчивость показали еврооблигации банков категории В и ВВ, в том числе бумаги «Банка Zenit», «Русского Стандарта», «МДМ-банка». Также неплохо смотрелись долги «Норникеля», единственные оставшиеся в плюсе по итогам двух недель. Не в последнюю очередь в пользу роста их котировок сыграл новостной фон, в частности, сообщения об альянсе с «Рио-Тинто» в отношении освоения месторождений в Сибири и большая вероятность участия концерна в конкурсе по Удаканскому месторождению. Акции компании также отреагировали на новости значительным 10-процентным ростом со \$103 до \$110 за акцию.



За прошедшие две недели с начала апреля стало известно о нескольких планируемых облигационных размещениях российских эмитентов на зарубежных рынках. Наибольшую активность в данном направлении по-прежнему проявляют банки, что неудивительно. Занимая под меньший процент на Западе, банки получают прекрасную возможность получить прибыль на рынке кредитования. Принимая во внимание активный рост кредитования в России, тенденция к выходу финансовых учреждений с евро-облигационными займами сохранится в 2006 г.

По сообщению агентства «Интерфакс», сразу четыре российских банка - «Россельхозбанк», «Русский стандарт» (РТС: RSBN), «Номос-банк» и «Сибкакадембанк» планируют до конца мая выпуски евробондов общим объемом свыше \$1 млрд.

«Россельхозбанк» планирует в начале мая выйти на рынок с выпуском евробондов в рамках программы euro medium term notes (EMTN), планируемый объем выпуска до \$500 млн. Ожидается, что срок обращения бумаг будет выше 5 лет.

Банк «Русский стандарт» планирует в конце апреля выпуск евробондов объемом от \$300 млн. «Русский стандарт» собирается выходить с «чистым евробондом» в конце апреля. Объем выпуска, скорее всего, будет сопоставим с тем, что банк выпускал в прошедшее время - от \$300 млн. и выше. В конце марта «Русский стандарт» разместил трехлетние евробонды в рамках программы секьюритизации портфеля потребительских кредитов на общую сумму 300 млн. евро.

«Номос-банк» может разместить евробонды на \$150-200 млн. ближе к концу мая, предполагаемый срок обращения бумаг - три года или пять лет. UBS и «Citibank» назначены организаторами выпуска.

«Сибкакадембанк» планирует в конце мая выйти с выпуском евробондов объемом \$200-250 млн. Весной 2005 года «Сибкакадембанк» разместил евробонды на \$100 млн., ставка купона составила 9,75% годовых. В декабре 2005 года кредитная организация доработала еврооблигации еще на \$75 млн.

«Россельхозбанк», на 100% принадлежащий государству, по итогам 2005 года занял 26-е место, банк «Русский стандарт» - 13-е место, «Номос-банк» - 16-е место, «Сибкакадембанк» - 40-е место по объему активов в рейтинге «Интерфакс-100».

Еще с одним размещением объемом около \$500 млн. в ближайшее время может выйти «Внешторгбанк». Прогноз по ставке еврооблигаций был снижен до 7-7,15% с 7-7,25% годовых. По итогам 2005 года «Внешторгбанк» занимал 2-е место по размеру активов в рейтинге «Интерфакс-100».

Также из сообщения Интерфакса стало известно о готовящемся выпуске трехлетних евробондов «Бинбанка» объемом выпуска \$100 млн. Roadshow планируется провести 20-21 апреля в Азии (Гонконг), а 24-28 апреля road show пройдет в Европе (Швейцария, Германия, Австрия, Италия и Великобритания). Евробонды будут выпускаться по правилу S (Reg S). Организаторами выпуска назначены банк Merrill Lynch и Commerzbank. Привлеченные средства планируется направить на дальнейшее развитие бизнеса кредитной организации. «Бинбанк» по итогам 2005 года занял 29-е место в рейтинге «Интерфакс-100».

Кроме того, стало известно о присвоении окончательных рейтингов ряду российских корпоративных эмитентов.

Агентство Moody's присвоило окончательные рейтинги еврооблигациям банка «Русский стандарт», размещенным в рамках программы секьюритизации портфеля потребительских кредитов. Как сообщается в пресс-релизе агентства, нотам класса «A-1» на сумму 228,3 млн. евро присвоен рейтинг «Baa2», нотам класса «A-2» на 39,3 млн. евро и нотам класса «B» на 32,4 млн. евро - рейтинг «Ba2».

Международное рейтинговое агентство Fitch присвоило российской нефтяной компании «ЛУКОЙЛ» (РТС: LKOH) рейтинг «BBB-» по обязательствам в иностранной и национальной валюте. Прогноз рейтингов - «стабильный». Рейтинг «BBB-» также был присвоен выпуску евробондов нефтяной компании на сумму \$350 млн., выпущенных LUKInter Finance BV.



Российские рублевые облигации ГКО-ОФЗ-ОБР

Общий негативный тренд в долговом секторе был перенесен и на рынок ГКО-ОФЗ. Снижение суверенных еврооблигаций России, равно как и нехватка рублей на внутреннем рынке обусловили общую негативную тенденцию на рынке рублевого госдолга в первую половину апреля. Средневзвешенная доходность в секторе продолжила расти, и к концу прошлой недели составляла уже 6.68% (6.6% неделей ранее).

Рублевый сектор в последнее время находится под серьезным давлением со стороны динамики российского внешнего долга, в первую очередь, из-за незначительного спреда между суверенными рублевыми облигациями и еврооблигациями. Усилившаяся тенденция к снижению котировок долговых обязательств на внешнем рынке после публикации данных по рынку труда в США привела к падению рублевых облигаций.

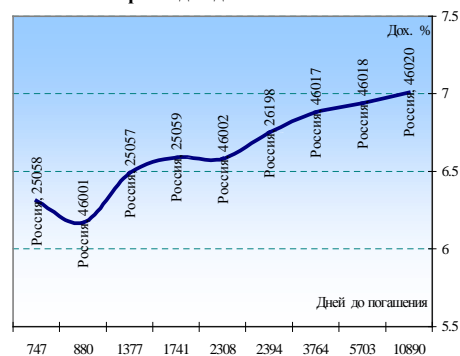
Внутренние рыночные факторы также оказались неблагоприятными. Ситуация с рублевой ликвидностью банковского сектора с наступлением нового месяца не претерпела кардинальных изменений и, несмотря на снижение ставок на рынке МБК и покупок доллара ЦБ РФ, спрос на рубли продолжал ощущаться. За первую неделю апреля совокупные остатки кредитных организаций на корреспондентских счетах и депозитах в ЦБ РФ выросли всего на 4,1 млрд. рублей, составив по данным на утро 7 апреля 369,9 млрд. рублей. Плавное снижение процентных ставок на рынке межбанковских кредитов, наблюдавшееся в первых числах апреля, к концу недели сменилось ростом на фоне перечисления банками средств в фонд обязательного резервирования.

Прошлая неделя также прошла под знаком снижения. В самом начале недели на рынке ОФЗ наблюдалось запоздалое нисходящее движение вслед за мировыми долговыми рынками, которое было вызвано публикацией данных по рынку труда в США. Дальнейшая динамика на рынке не претерпела существенных изменений: рублевый госдолг продолжил медленно снижаться с оглядкой на динамику базовых активов, средневзвешенная доходность сектора к концу прошлой недели выросла до 6.68% годовых на фоне роста доходности treasuries выше 5% годовых, что произошло впервые с июня 2002 года. Низкая активность на рынке первичных размещений никак не повлияла на динамику торгов в секторе, тогда как начало периода налоговых платежей обострило спрос на рубли, оказывало давление на котировки ОФЗ.

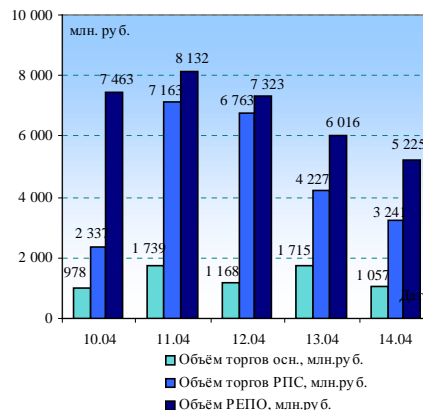
Стоит отметить, что на прошлой неделе Министр финансов РФ Алексей Кудрин объявил о перспективах наращивания внутреннего рублевого долга. Как сообщает «Интерфакс», министр отметил, что объем госдолга России с 2007 года начнет расти в номинальном выражении, но по отношению к ВВП продолжит снижаться. Кудрин отметил, что до сих пор Россия сокращала внешний долг, замещая его внутренним долгом. С 2007 года начнется наращивание внутреннего долга в рублевом эквиваленте. По словам министра, объем внутреннего долга РФ в государственных ценных бумагах на конец 2006 года прогнозируется в объеме 1 трлн. 32,1 млрд. рублей, 2007 года - 1 трлн. 238,7 млрд. рублей, 2008 года - 1 трлн. 445,6 млрд. рублей, 2009 года - 1 трлн. 644,2 млрд. рублей.

Учитывая высокую корреляцию российского госдолга с американскими treasuries, нисходящий тренд на рынке продолжится на следующей неделе. Массив экономических данных по США, в частности рост розничных продаж и сокращение дефицита торгового баланса, равно как и рост инфляционных составляющих индексов ISM, позволяет предполагать, что ожидаемые на этой неделе инфляционные данные будут свидетельствовать в пользу сохранения инфляционного давления в США. Это увеличит вероятность повышения базовой ставки в июле до 5.25%. Вместе с тем, в начале недели на долговом рынке может развиваться краткосрочная коррекция, тем более что американский госдолг сейчас выглядит перепроданным, равно как и индикативные долги стран emerging markets. Поэтому нельзя исключать незначительного роста котировок рублевого госдолга в начале этой недели, однако к концу недели снижение рублевого долга может усилиться на фоне продолжающегося периода налоговых платежей.

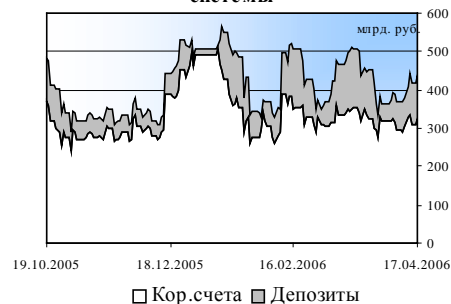
Кривая доходности ГКО-ОФЗ



Объемы торгов негос.
рублевыми облигациями на
ММВБ



Динамика ликвидности банковской
системы



Субфедеральные и муниципальные облигации

В секторе субфедерального долга наибольшая активность сохранилась в индикативных выпусках: «МосОбл-5» и «МГор-39». В первую неделю апреля на эти выпуски пришлось 28% недельного биржевого оборота. Возросшая активность в этих бумагах была связана с разблокированием 5-го выпуска Московской области после выплаты купона и переоценкой спреда между облигациями «МосОбласти» и Москвы. Вместе с тем, общий негативный фон на долговом рынке способствовал тому, что уже к концу первой недели активность в секторе заметно упала. Данная тенденция распространилась и на прошлую неделю. Распродажи субфедеральных облигаций к середине недели достигли апогея. Котировки по ряду выпусков потеряли до 0,5% в цене. Торговая активность, как и ранее, в основном присутствовала лишь в облигациях Москвы и Московской области. К концу недели в отсутствие направляющей динамики западных рынков активность торгов в секторе практически отсутствовала.

Из новостей первичных размещений в секторе стоит выделить планы Московской области разместить в конце апреля выпуск облигаций на 12 млрд. руб. Срок обращения облигаций предположительно составит 5 лет, ставка купона – 9% годовых. Амортизация выпуска не предусмотрена. Выпуск зарегистрирован Минфином 12 апреля. В проекте областного бюджета на 2006 г был заложен объем облигационного займа в 17 млрд. руб. Средства от размещения облигаций будут направлены на финансирование дефицита бюджета и на погашение текущего долга.

Корпоративные облигации

На рынке корпоративных рублевых облигаций, как и в других секторах российского долгового рынка, преобладали продажи. Как и следовало ожидать, больше всех пострадали индикативные облигации наиболее качественных эмитентов, в которых наблюдается наибольшее присутствие иностранного спекулятивного капитала. Между тем стоит отметить, что относительная независимость сектора от потоков капитала и преобладание в нем российского инвестора во многом убергло корпоративные облигации от существенного падения. Некоторую поддержку бумагам оказало улучшение ситуации с ликвидностью на внутреннем рынке. Индекс полной доходности RUXCbonds вырос с 3 по 7 апреля на 0,11% и составил 191,5 пункта, а ценовой индекс RUXCbonds-P понизился на 0,06% до 113,27 пункта. Совокупный объем сделок, совершенных на вторичном рынке корпоративных бумаг за этот период, снизился почти на треть по сравнению с показателем предыдущей недели - до 26,181 млрд. руб.

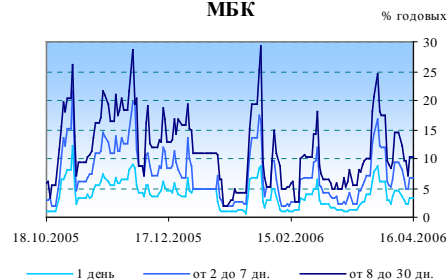
На прошлой неделе слабый нисходящий тренд в секторе сохранился. По итогам недели индекс полной доходности RUXCbonds вырос на 0,17% и составил 191,83 пункта, а ценовой индекс RUXCbonds-P остался на прежнем уровне - 113,2731 пункта.

Лидером среди корпоративных облигаций по объёму торгов за неделю в основном режиме стал первый выпуск облигаций ЕБРР, оборот по которому составил 514,3 млн. рублей. Цена бумаги за неделю поднялась на 0,05% до 99,8% от номинала.

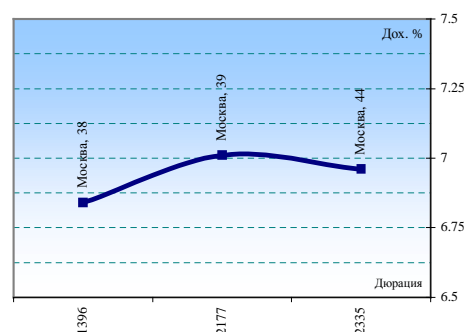
Второе место по обороту заняли облигации ФСК ЕЭС второй серии. По этой бумаге было совершено сделок на сумму 346,05 млн. рублей. Цена долгового инструмента за неделю снизилась на 0,67% до 102,3% от номинала. Доходность облигации к погашению выросла до 7,74%.

Третьим по объёму торгов стал седьмой выпуск облигаций ЮТК. Объём торгов по бумаге за неделю составил 189,58 млн. рублей. Цена этой облигации за неделю выросла на 0,94% до 101,7% от номинальной стоимости. Доходность инструмента к оферте через 18 месяцев уменьшилась до 9,88%.

Динамика процентных ставок на МБК



Кривая доходности облигаций Москвы



Лидером роста котировок за неделю среди достаточно ликвидных облигаций стали уже упоминавшиеся бумаги ЮТК-7. Наиболее сильно снизилась цена облигаций РЖД-5 (-0,9%).

Царящее на рынке негативное отношение к долговому сектору дает о себе знать, способствуя постепенному снижению котировок российских корпоративных облигаций. Скорее всего, эта негативная тенденция распространится и на текущую неделю.

Прошедшие размещения

Активность первичного рынка рублевых долговых инструментов на ФБ ММВБ была невысокой. Объем первичных размещений составил за первые две недели апреля лишь 5,9 млрд. руб.

ОАО "Башкирэнерго" разместило облигации 3-й серии объемом 1,5 млрд. рублей. Ставка 1-го купона в ходе аукциона по размещению была установлена в размере 8,3% годовых. Таким образом, доходность к 3-летней оферте составила 8,56% годовых. Размещение 5-летних облигаций компании проходило на ФБ ММВБ по открытой подписке по номиналу, который составляет 1 тыс. рублей.

Крупный оператор строительного рынка Татарстана ООО "Сувар-Казань" во вторник полностью разместил дебютные облигации объемом 900 млн. рублей. Бумаги в количестве 900 тыс. штук размещались на ФБ ММВБ по открытой подписке по цене 100% от номинала (1 тыс. рублей). Дата погашения облигационного займа - 31 марта 2009 года. Ставка 1-го купона облигаций составила 13% годовых, доходность к годовой оферте - 13,42% годовых.

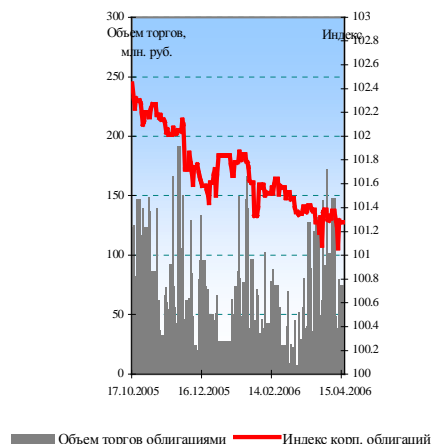
ООО "Ренинс Финанс", структура, созданная "Ренессанс Страхованием" для привлечения средств на рынке, во вторник в ходе аукциона на ФБ ММВБ полностью разместило дебютный выпуск облигаций на 750 млн. рублей. По результатам проведения конкурса ставка на 1-й купонный период установлена в размере 10,4% годовых, что соответствует доходности 10,67% годовых к 2-летней оферте. Отметим, что "Ренессанс Страхование" стала первой из российских страховых компаний, выпустившей облигации.

ОАО "Центральный телеграф" полностью разместило облигации 3-й серии на 700 млн. рублей. Ставка 1-го купона по итогам конкурса составила 9,75% годовых, доходность к погашению - 10,11% годовых. Размещение ценных бумаг в количестве 700 тыс. штук проходило на ФБ ММВБ по открытой подписке по номиналу - 1 тыс. руб.

Подразделение производителя сантехники группы "Омела" (выпускает акриловые ванны под торговыми марками Aessel и Omniplast) ООО "Омела Холдинг" (Москва) в среду полностью разместило дебютный выпуск облигаций на 50 млн. рублей. Ставка 1-го купона составила 18% годовых, доходность к погашению - 19,25% годовых. Долговые обязательства размещались на ФБ ММВБ путем открытой подписки по номиналу 1 тыс. рублей. Срок обращения бумаг - 1,5 года. За прошедшую неделю на биржевом рынке рублевых облигаций состоялось шесть первичных размещений.

ЗАО "Дикая Орхидея", которому принадлежит сеть магазинов по продаже женского белья, полностью разместила облигации 1-й серии на 1 млрд. рублей, говорится в официальной информации эмитента. Как сообщалось ранее, ставка 1-го купона облигаций "Дикой Орхидеи" по итогам аукциона по размещению на ФБ ММВБ была определена на уровне 11,3% годовых. Таким образом, доходность к годовой оферте составила 11,79% годовых. Размещение облигаций компании проходило по открытой подписке по номиналу, который составляет

Динамика индекса корпоративных облигаций ММВБ



1 тыс. рублей. Дата погашения облигационного займа - 9 апреля 2009 года.
 ООО "Лаверна" (Санкт-Петербург) полностью разместило 4-летние облигации первой серии на млрд. рублей, говорится в сообщении компании. Ценные бумаги в количестве 1 млн. штук номиналом 1 тыс. рублей. Ставка первого купона по итогам аукциона была установлена в размере 11,25% годовых. Таким образом, доходность к годовой оферте составила 11,57% годовых.

Предстоящие размещения:

Сектор рынка	Облигация, выпуск	Номер регистрации	Начало размещения	Дата погашения	Номинал	Объем эмиссии
Муни	<u>Саха Респ-35001-об</u>	RU35001RSY0	20.04.2006	11.04.2013	1 000 RUB	2 500 000 000
Корп	<u>АЦБК-Инвест-3-об</u>	4-03-36039-R	20.04.2006	14.04.2011	1 000 RUB	1 500 000 000
Корп	<u>Элемтэ-10-об</u>	4-10-50001-K	19.04.2006	14.04.2010	1 000 RUB	600 000 000
Корп	<u>РКС-1-об</u>	4-01-65037-D	19.04.2006	15.04.2009	1 000 RUB	1 500 000 000

Источник: www.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

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